

Informe mensual de Renta Fija

Perspectiva octubre 2023

| Resumen

- Los mercados de renta fija durante septiembre recibieron como principal fundamental el discurso de la FED de “tasas más altas por más tiempo”, e incluso la perspectiva de mercado respecto a un posible incremento adicional en las tasas de la FED, este contexto se desarrolló en un marco donde la FED tomó la decisión de mantener las tasas inalteradas y reforzó el discurso “hawkish” de cara a las próximas reuniones.
- Por el lado de los mercados desarrollados, se vieron presiones inflacionarias, que llevaron al BCE y el BoE a aumentar sus respectivas tasas de política monetaria y se mantienen a la expectativa del comportamiento de la inflación para encontrar el punto óptimo para el inicio del ciclo de bajada de tasas. El panorama para el cierre de año de la Eurozona muestra una reducción del IPC, un ligero aumento del desempleo y un crecimiento igual al presentado los dos trimestres anteriores.
- Luego de la reunión de la FED se mantiene la perspectiva de una economía “Data Depending”, donde los principales drivers a tener en el radar son el comportamiento de las cifras del mercado laboral y el comportamiento de la inflación, siendo los principales factores que el mercado espera que se desaceleren antes de la reunión de noviembre, por lo tanto en caso que las cifras muestren una economía resiliente, el mercado esperaría una última subida de tasas antes de cerrar el 2023.
- En el contexto local, vemos una curva de TES TF desvalorizada en el mes de septiembre, en todos los nodos, con unos rendimientos particularmente altos en los nodos de largo plazo que cerraron el mes con rendimientos por encima del 12%. Comportamiento similar se mantuvo en la curva de TES UVR que presentó desvalorizaciones a lo largo de la curva en el transcurso del mes, a medida que los mercados descontaron la sorpresa alcista en el IPC de Agosto, que si bien se ubicó por debajo del nivel anterior (11.78%), sorprendió al mercado al reportar un nivel de 11.43%, superior al esperado (11.19%).
- A nivel local, esperamos que la presión al alza en los rendimientos de los TES se mantenga, mientras las presiones internacionales continúan, sin embargo, en caso de presentar un dato de inflación contractivo y una economía entrando en un ciclo de desaceleración, el mercado percibe la posibilidad de que el Banco de la República pueda optar por una reducción en las tasas de interés en la reunión de octubre.

Héctor Wilson Tovar

Gerente de Investigaciones
Económicas
wtoovar@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**



| Mercado Internacional

Lo que pasó en septiembre:

A lo largo de septiembre, los títulos de deuda a nivel global registraron desvalorizaciones generales, liderados por Estados Unidos y producto de la expectativa respecto a la decisión de política monetaria de la Reserva Federal (FED) y la perspectiva futura del comportamiento de la economía. Además, el mercado prestó especial atención a lo que puede pasar en las próximas reuniones antes de finalizar el año. En su mayoría la expectativa previa a la reunión radicó en el comportamiento de la inflación, el aumento del precio del petróleo y la dinámica del mercado laboral de las principales economías del mundo, factores que pudieran deslumbrar la dinámica futura de las tasas de interés.

Luego de la reunión y de acuerdo con las perspectivas de la economía norteamericana arrojadas en las declaraciones del presidente de la FED Jerome Powell, la FED mantiene la visión de tasas altas por más tiempo e incluso consideran la posibilidad de una última subida de tasas antes de finalizar el año de acuerdo con la actualización del Dot Plot. Sin embargo, si revisamos la perspectiva del mercado medida con la probabilidad que se percibe de ese aumento, se mantiene mayor el escenario de conservar las tasas inalteradas en las próximas 2 reuniones de este año.

Sin contar a Estados Unidos, los Bancos centrales de las principales economías desarrolladas, decidieron realizar algunos cambios en sus tasas de política monetaria, el BCE aumentó las tasas en 25 pb hasta 4.50%, ante la preocupación por el comportamiento de la inflación, la cual se espera que para los 20 principales países europeos alcance una media de 5.6% este año, mientras que el SNB decidió mantener su tasa de intervención inalterada en 1.75%, y confirmó la posibilidad de realizar nuevas subidas en caso de ser necesario. Además, ante el comportamiento reciente de la inflación en Inglaterra, el BoE tomó la decisión de mantener su tasa de política sin cambios por primera vez desde 2021.

En Japón, la atención estuvo enfocada en la decisión de tasas del Banco Central (BoJ) que mantuvo su tasa de interés de referencia inalterada en niveles negativos (-0.1%) como medida de reactivación económica y control sobre la curva de rendimientos. Esta tasa negativa se entiende como una medida de reactivación económica, de modo que, implica que los bancos comerciales deben pagarle al Banco Central por la deuda, por lo que deben aumentar sus recaudos y fomentar la adquisición de créditos de los agentes de la economía. Sin embargo, de acuerdo con la perspectiva, el BoJ no pretende cambiar su postura de política monetaria, por lo tanto, no esperamos que realicen movimientos en próximas reuniones.

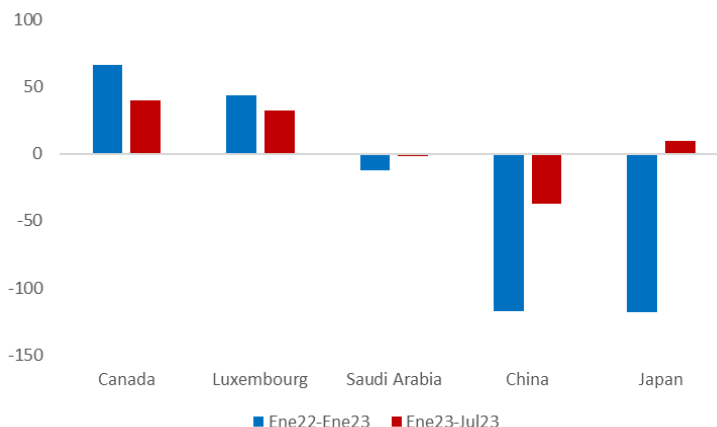
Para la tasa de referencia de la FED, esperamos un aumento de 25 pb hasta 5.75%, en un escenario donde el precio del petróleo se mantenga en niveles cercanos a US \$100 y generen presiones adicionales sobre la inflación. Sin embargo, no descartamos que se tome la decisión de mantener las tasas inalteradas ante un enfriamiento más materializado de la economía y un nivel controlado de inflación. Por su parte, sacando de la ecuación a Estados Unidos, esperamos que los principales bancos centrales mantengan inalteradas las tasas de política monetaria en un mercado que conserva la expectativa de la salud económica de la región, sin embargo, no se descarta la posibilidad de un aumento adicional antes presiones inflacionarias.

La expectativa respecto al comportamiento futuro de las tasas de interés generó un crecimiento constante sobre los rendimientos de los tesoros, especialmente en los nodos de largo plazo, donde los bonos del tesoro a 20 años aumentan más de 40 pb y se acercan cada vez más al 5%. Sin embargo, de acuerdo con el comportamiento de los bonos de 2 años, que si bien aumentan su rendimiento, no es de una manera tan acelerada como en los

nodos de largo plazo, situación que ha generado una reducción de la pendiente negativa de la curva.

De modo que, en septiembre predominó una fuerza vendedora en los tesoros, con una volatilidad de 50 pb para los bonos a 10 años y terminando el mes en niveles muy cercanos al máximo de 4.61%, marcado por una serie de factores, incluida la perspectiva económica, las cifras del mercado laboral, el precio del petróleo y las decisiones de política monetaria.

Principales movimientos del mercado internacional en Tesoros Americanos

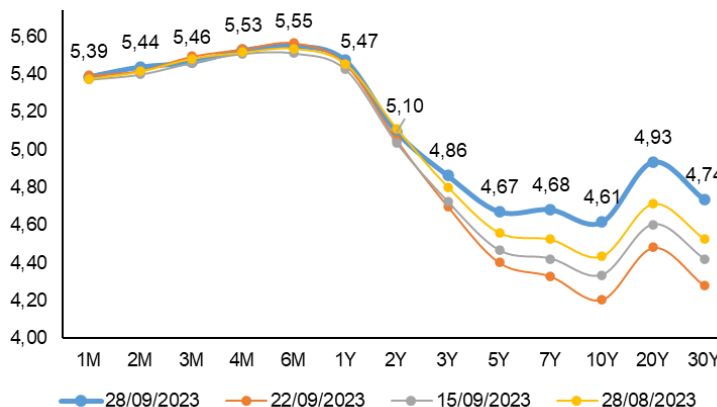


Fuente: US Treasury Department - Investigaciones Económicas ACVA

Si nos centramos en el interés que ha tenido el mercado en los tesoros de Estados Unidos, podemos encontrar que a Julio de 2023, se ve una fuerza vendedora de los dos principales tenedores de títulos de deuda, ya que Japón y China que tienen el 25.27% del total de deuda de EE.UU. redujeron sus posiciones en US \$118.2 billones y US \$117.4 billones respecto al mismo mes del año anterior y el último mes el protagonista es China, que vendió US \$37.6 billones y confirma el creciente desinterés del mercado Chino en la deuda estadounidense en el presente año y que se considera como una presión adicional a los rendimientos de los Tesoros.

Ahora bien, si enfocamos la mira en el comportamiento de la curva de rendimientos de los bonos del tesoro, podemos encontrar un constante crecimiento durante el mes, especialmente en los nodos de mayor plazo, que alcanzaron máximos de 16 años en las últimas semanas del mes, especialmente en el nodo de 20 años, que aumentaron más de 45 pb y cerraron el mes en 4.90% mostrando la recepción del mercado al mensaje de la FED de mantener tasas altas por más tiempo y a las presiones del petróleo y la inflación.

Movimiento de la curva de tesoros el último mes.

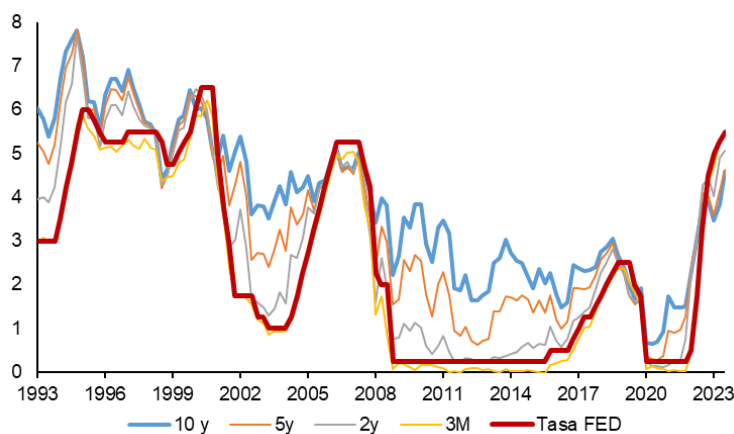


Fuente: FRED - Investigaciones Económicas ACVA

Adicionalmente, durante este mes los diferenciales 2s10s de los tesoros se mantuvieron estables la primera mitad del mes, en un promedio de -0.72% , sin embargo, luego de la decisión de la FED y la perspectiva económica de las próximas reuniones el spread se redujo hasta un nivel cercano a -0.45% , producto de la aceleración en el crecimiento de los tesoros de 10 años en mayor medida que los bonos de corto plazo, reflejando la reducción de la pendiente negativa de la curva.

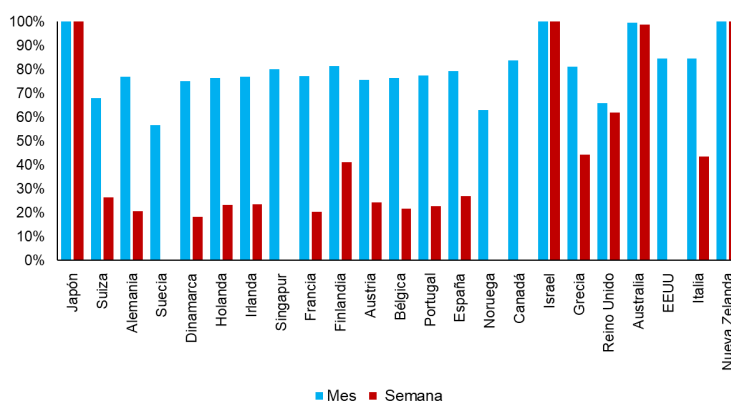
De acuerdo con la situación actual de los rendimientos de los bonos a 10 años de los tesoros de Estados Unidos y teniendo en cuenta el comportamiento histórico del mismo respecto a la tasa de interés, mantenemos la teoría respecto a que los tesoros tienen margen suficiente para cerrar el año en un nivel mayor que el actual. Lo anterior basado en que las últimas 4 veces que inició un ciclo de reducción de tasas por parte de la FED, el bono de 10 años estaba en un nivel cercano a la tasa de política, por lo tanto al tener un tesoro de 10 años a 4.57% y la tasa de la FED en 5.5% con la posibilidad de un aumento antes del cierre del año, esperamos que los tesoros alcancen nuevos máximos en los próximos meses.

Comportamiento Tesoros vs Tasa FED



Fuente: FRED - Investigaciones Económicas ACVA

Desempeño Desarrollados



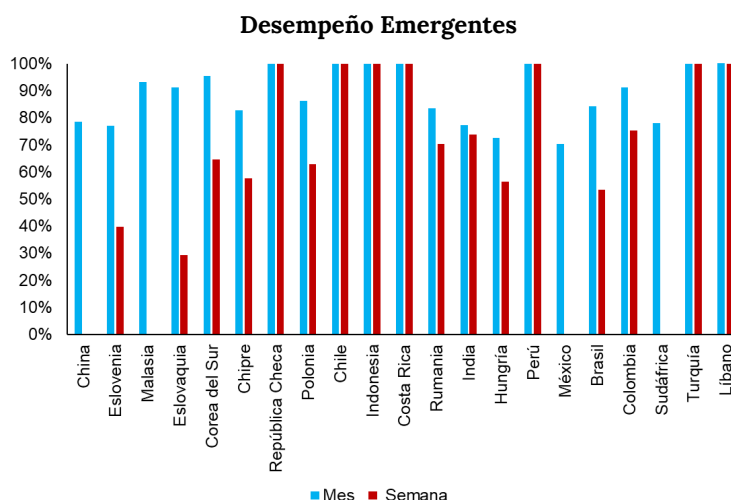
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas ACVA

*Un nivel cercano a 0% muestra rendimientos cerca de los mínimos respectivos.

Durante septiembre, los rendimientos de la deuda de países desarrollados presentaron una tendencia creciente y generalizada, en línea con la expectativa de tasas de interés y el comportamiento alcista del petróleo que se vió impulsado por los recortes voluntarios de crudo por parte de Arabia Saudita y Rusia, que generaron un exceso de demanda en el

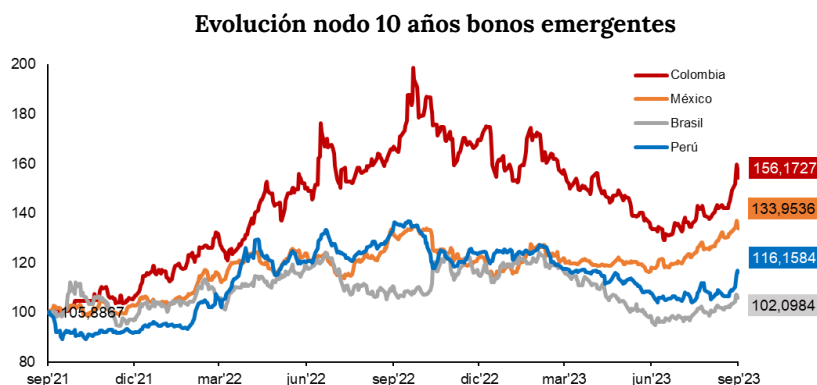
mercado de petróleo global y presiones al alza en el precio por barril, hasta niveles por encima de 95 dólares, con una alta probabilidad de alcanzar los US \$100 si la demanda global sigue impulsada.

De modo que, destacamos el comportamiento de la curva de Suecia, que cerró el mes con una distancia aproximada de 40% respecto al máximo presentado en el mes, ya que en la última semana, entró en una tendencia decreciente de los rendimientos y cierra la semana en mínimos, de igual forma, destacamos la recuperación que tuvieron los bonos de Singapur, Noruega y Canadá, que la última semana redujeron las pérdidas presentadas en el resto del mes. Sin embargo, algunos países mantienen la senda de pérdidas, entre la expectativa de política monetaria y el comportamiento de la economía, por ejemplo, Japón, luego de su decisión de tasas, Israel, Australia y Nueva Zelanda.



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas ACVA

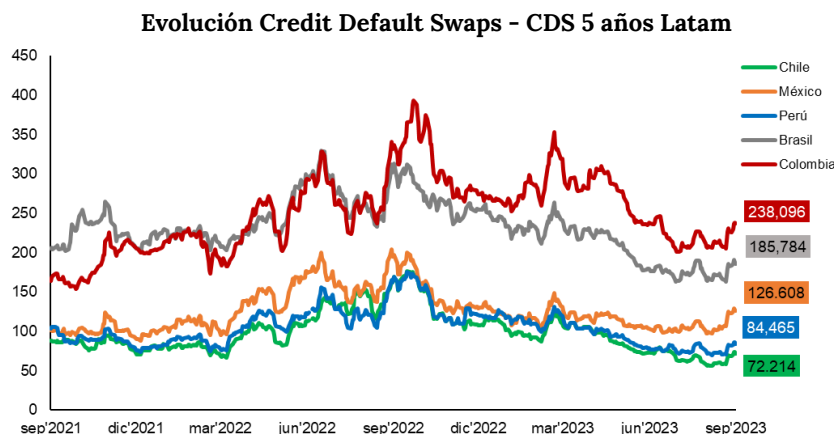
En el lado emergente, los bonos mantienen una dinámica mixta, presente a lo largo del mes, destacada por las curvas que se encuentran cerca de los máximos del mes y por lo tanto mantienen una dinámica de desvalorización en septiembre, sin embargo, algunos se mantienen en dinámica positiva, alcanzando mínimos semanales y aumentando la brecha respecto al máximo del mes. Al tener en cuenta únicamente a LATAM vemos una desvalorización promedio de 45 pb en el mes, con las principales pérdidas en los bonos de Perú que aumentaron en promedio 53.1 pb.



Fuente: FRED - Investigaciones Económicas

Lo anterior en línea con el comportamiento que han tenido los CDS a 5 años, que mide la percepción de riesgo - país que tiene el mercado, en este caso, para los 5 países en cuestión vemos que mantienen un aumento generalizado, liderados por el CDS de

Colombia que creció un 15.71% hasta 238,096 y por lo tanto de acuerdo con el mercado es el país que presenta mayor riesgo actualmente.

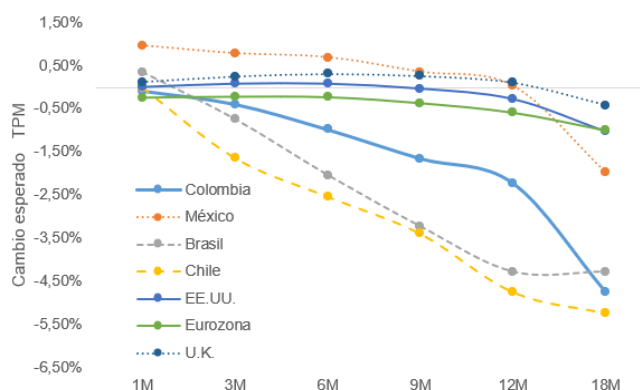


Fuente: Investing - Investigaciones Económicas

Septiembre fue un mes donde los principales países de LATAM tomaron decisiones de política monetaria, el primero en tomar la medida fue el Banco de Chile, que a inicios del mes comunicó su decisión de bajar sus tipos de interés en 75 pb desde 10.25%, el primer cambio desde julio cuando bajaron 100 pb desde 11,25% y en línea con la desaceleración de la inflación. Posteriormente, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) acordó recortar las tasas de interés en 25 pb pasando de 7.75% a 7.50% en línea con la expectativa de mercado, mientras el Banco Central de Brasil optó por reducir su tasa en 50 puntos básicos hasta 12.75%, mientras que el Banco de México las mantuvo inalteradas en 11,25%, una decisión basada en el complejo panorama inflacionario.

Expectativa evolución TPM Desarrollados - Emergentes Latam

Periodo	Colombia	México	Brasil	Chile	EE.UU.	Eurozona	U.K.
1M	-0,07%	0,97%	0,36%	0,00%	0,01%	-0,24%	0,13%
3M	-0,38%	0,79%	-0,73%	-1,64%	0,09%	-0,21%	0,26%
6M	-0,97%	0,70%	-2,03%	-2,53%	0,09%	-0,23%	0,32%
9M	-1,64%	0,36%	-3,22%	-3,39%	-0,03%	-0,36%	0,27%
12M	-2,22%	0,03%	-4,27%	-4,74%	-0,27%	-0,59%	0,11%
18M	-4,74%	-1,97%	-4,26%	-5,23%	-1,01%	-1,00%	-0,42%



Fuente: Curvas SWAP - Investigaciones Económicas

Lo que esperamos en octubre:

Teniendo en cuenta lo anterior, esperamos que para próximas reuniones los bancos centrales de estas economías continúen con su senda de reducción de tasas, siempre y cuando el comportamiento de la inflación y los principales indicadores económicos se

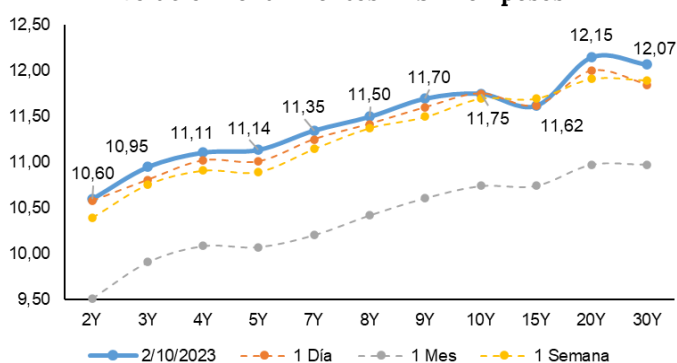
mantengan dentro de un escenario de desaceleración que permita tomar medidas de incentivo al crecimiento económico. Para Colombia el panorama es diferente, ya que mantiene un nivel de inflación alto, presiones por los aumentos en el precio de la gasolina y datos económicos resilientes, por lo tanto esperamos que en las próximas reuniones se mantengan las tasas, sin embargo, ante una desaceleración de la inflación y una caída en los datos económicos esperaríamos un inicio de la senda de reducción para las reuniones de octubre o diciembre.

| Mercado local

Lo que pasó en septiembre:

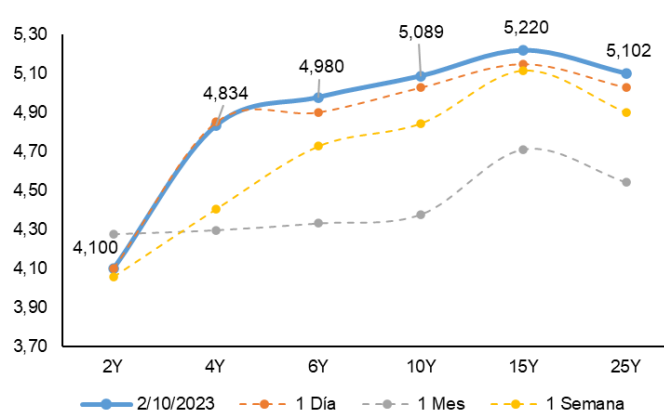
En septiembre, la deuda pública Colombiana presentó desvalorizaciones generales, que presentaron un aumento promedio de +104.78 pb en los rendimientos durante el mes. Sin embargo, los dos últimos días del mes, mostraron recuperaciones fuertes frente a las pérdidas de las semanas anteriores. Además, el último día del mes conocimos la decisión del Banco de la República, que decidió por mayoría mantener las tasas de política monetaria inalteradas, decisión que se tomó en un marco de inflación alta, presiones por los altos precios del petróleo y cifras sólidas del mercado laboral, por lo que esperamos que en próximas reuniones exista la posibilidad de iniciar las reducciones de tasas, si el BanRep se encuentra con cifras económicas que muestran desaceleración.

Evolución rendimientos TESTF en pesos



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas

Variación TES UVR



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas

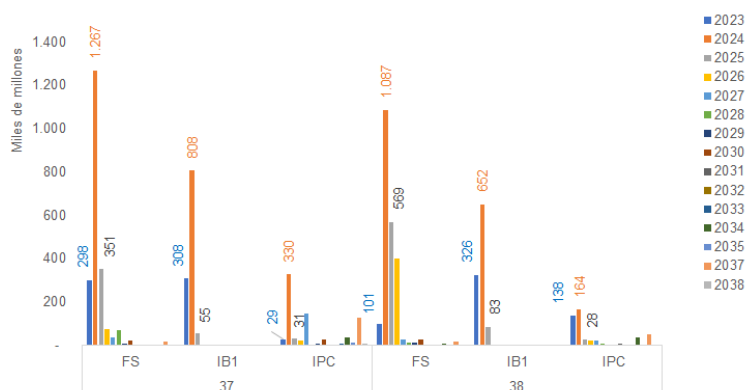
La narrativa de los rendimientos se mantiene en un BanRep que se mantiene "Data

Depending”, a la expectativa del comportamiento del IPC, la presión generada por los aumentos en el precio de la gasolina, el precio del petróleo, el comportamiento del mercado laboral, las decisiones de la FED, el comportamiento de los CDS y las presiones sobre el Banco de la República para bajar las tasas de interés.

En línea con el comportamiento de los TESTF, la curva de rendimientos de los bonos indexados a la inflación (UVR) mostró desvalorizaciones generales a lo largo del mes, respecto al informe anterior, la curva se desvalorizó 104.78 pb, donde las principales pérdidas se vieron en los nodos de 7, 8 y 20 años.

Las emisiones de títulos en pesos durante las últimas semanas se vieron disminuidas, en cuanto a que en la semana 37 del año se emitieron en total 4 billones en títulos, principalmente en títulos tasa fija, seguidos por los indexados al IBR. Aunque, en la semana 38 vemos una reducción del total de títulos emitidos, es importante destacar que de una semana a otra se ve una mayor emisión de títulos de 2026 en tasa fija, 2023 indexado al IPC y reducciones en las emisiones de títulos 2023 con tasa fija y 2027 y 2037 indexados al IPC.

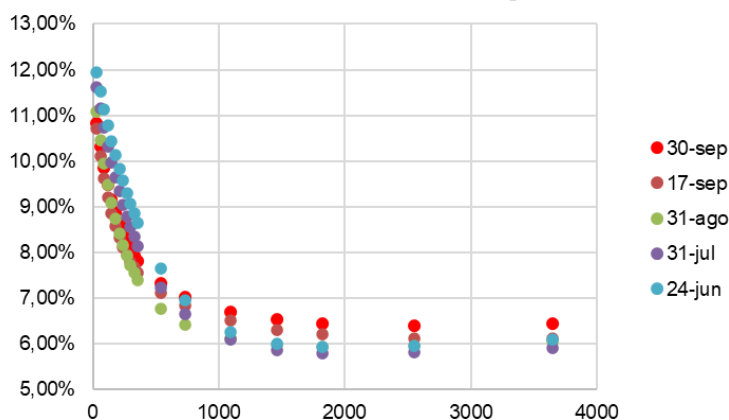
Emisiones de TES semana 37 y 38.



Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas

En promedio, las inflaciones implícitas se redujeron en el corto plazo ubicándose por debajo de los niveles que el mercado percibía en junio y julio de este año y en un nivel similar al de agosto. Sin embargo, para los plazos mayores a 1000 días se superaron los niveles de los últimos 3 meses y se mantiene una expectativa por encima del 6% para el largo plazo, por lo que en el nodo de mayor plazo se vió un aumento de 31 pb hasta 6.44%.

Senda de Inflación, inflaciones implícitas



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas

Lo que esperamos en octubre:

De acuerdo con el cronograma de pago de cupones de los TES, en octubre se realizará el pago correspondiente para los títulos con vencimiento a 2034 y 2050, por lo tanto, encontramos que el valor total del cupón a pagar el 18 de octubre corresponde a COP \$1,994 millones para el bono de 2034, mientras que el bono a 30 años pagará el cupón el 26 de octubre por un valor de COP \$1,824 millones. Por otro lado, antes de finalizar el año, se pagarán los cupones de los TES a 2025 y 2027, pagaderos en el mes de noviembre.

En el mercado local, esperamos que se mantengan las presiones al alza en los rendimientos de los TES durante el mes de octubre, la narrativa de los mercados de una inflación sostenida en un nivel alto, el comportamiento de los tesoros de Estados Unidos y presiones adicionales por aumentos en el precio de la gasolina, así como, una coyuntura política sensible, son factores que pueden mantener los títulos de deuda soberana en sus máximos recientes, sin embargo, el mercado se mantendrá a la expectativa de la toma de decisiones del Banrep a finales de octubre.

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.