

Informe mensual de Renta Fija

Julio 2023

| Resumen

- El driver principal del mes de junio a nivel internacional fue el cambio de perspectiva por parte de los bancos centrales mientras se prevén mayores subidas de tasas a nivel global. Los mensajes hawkish por parte de los banqueros centrales desplazaron las curvas de países desarrollados al alza, especialmente tras el encuentro de Jerome Powell presidente de la FED, Andrew Bailey gobernador del Banco Central de Inglaterra (BoE), Christine Lagarde presidenta del Banco Central Europeo (BCE) quienes mencionaron la necesidad de una política monetaria restrictiva por lo que resta del año, mientras las presiones inflacionarias especialmente en la inflación subyacente se mantienen.
- En el contexto local observamos que la curva de TES TF se valorizó en promedio 116.37 pbs y la curva TES UVR se valorizó en promedio 44.9 pbs. La dinámica de la curva TES TF se fundamenta en el apetito local como consecuencia del descuento del mercado de un proceso desinflacionario rápido y la posibilidad de recortes en la tasa de política monetaria por parte de la curva swap.
- A nivel internacional, esperamos un mercado cauteloso a la espera de datos macroeconómicos que muestren si la banca central deberá mantener su política monetaria contractiva. El riesgo de ser dovish por parte de los banqueros centrales pareciera pesar sobre los activos, por lo que esperamos que la renta fija desarrollada a nivel global reaccione a los datos de inflación, mercado laboral y narrativa de la FED tras la publicación de sus minutas.
- A nivel local, esperamos que la fuerza del largo en la curva de TES no persista mientras seguimos viendo niveles sobreextendidos, con una curva llegando a niveles previos a elecciones del 2022. En este sentido, el mercado sigue jugado a un proceso desinflacionario rápido donde creemos que la lectura de inflación del día 10 de julio en Colombia será relevante para entender si tendremos un proceso desinflacionario rápido. Al observar el consenso del mercado, este espera una inflación anual del 12.22%, y una mensual del 0.37%. La última lectura de inflación anual y mensual se ubicó en 12.36% y 0.43%, respectivamente.

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

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

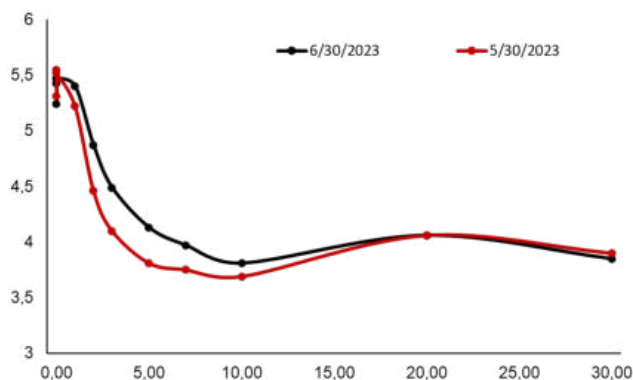
Practicante
andres.rubio@accivalores.com



**Escuche nuestro
análisis mensual**

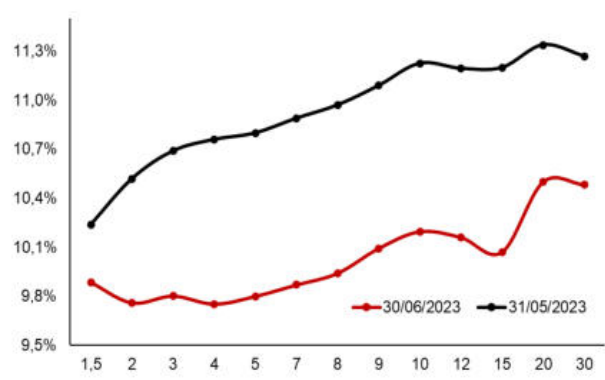


Gráfica 1: Variación tesoros americanos



Fuente: US Treasury - Acciones & Valores

Gráfica 2: Variación TES COP



Fuente: Cierres SEN - Acciones & Valores

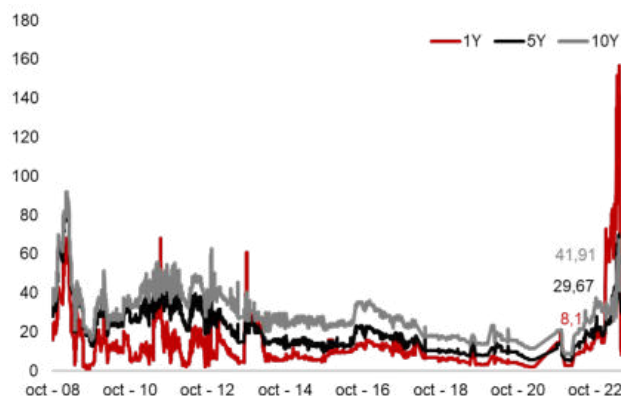
| Mercado Internacional

¿Qué pasó en junio de 2023?

El driver principal del mes de junio a nivel internacional fue el cambio de perspectiva por parte de los bancos centrales mientras se prevén mayores subidas de tasas a nivel global. Los mensajes *hawkish* por parte de los banqueros centrales desplazaron las curvas de países desarrollados al alza, especialmente tras el encuentro de Jerome Powell presidente de la FED, Andrew Bailey gobernador del Banco Central de Inglaterra (BoE), Christine Lagarde presidenta del Banco Central Europeo (BCE) quienes mencionaron la necesidad de una política monetaria restrictiva por lo que resta del año, mientras las presiones inflacionarias especialmente en la inflación subyacente se mantienen. Otro de los gobernadores que estuvo presente fue Kazuo Ueda, quién no dio señales de un cambio en la política ultra laxa por parte del Banco Central Japonés, mientras sigue buscando aumentar los salarios vía mayores niveles de inflación.

En este sentido, los tesoros americanos se desplazaron al alza en promedio +18 pbs especialmente en la parte corta y media con el nodo a 2 años presentando el mayor movimiento con +49.9 pbs cerrando el mes en 4.895% niveles previos a la crisis bancaria con el Silicon Valley Bank (SVB). Por su parte, al observar el comportamiento del nodo a 10 años de los tesoros americanos, este rompió la barrera de los 3.80% mostrando que el mercado inicia a descontar la posibilidad de dos aumentos más por parte de la FED, uno en julio y el otro podría darse en septiembre mientras el mercado está atento a la evolución de la economía de EE.UU y el mercado laboral.

Gráfica 3: Evolución Credit Default Swaps (CDS)



Fuente: Investing - Acciones & Valores

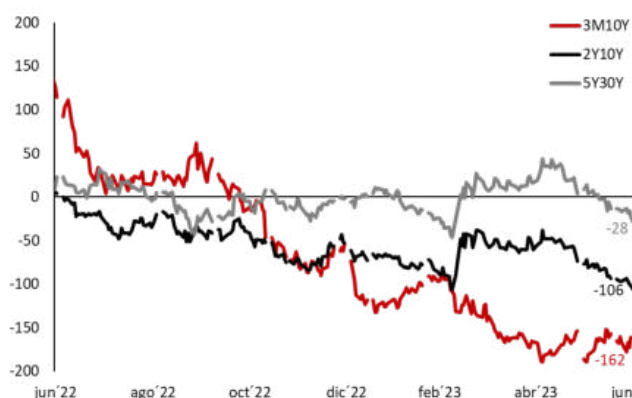
Respecto al Reino Unido el mercado esperaba que el proceso desinflacionario fuera rápido, pero los datos del mercado laboral, especialmente los beneficios semanales con una lectura de 6.5% vs 6.1% esperado y la lectura de inflación a la baja más lenta a la esperada (8.7% vs 8.4% esperado). Con lo anterior, el BoE decidió aumentar su tasa de política monetaria en +50 pbs vs los 25 pbs descontados por el mercado, ubicando su tasa en el 5%. De esta manera, el mercado aumentó sus apuestas por una tasa terminal del BoE del 6% para final de año.

Por último, los países emergentes especialmente México, Brasil y Chile mantuvieron sus tasas de política monetaria inalteradas cambiando las perspectivas de la región, mientras el mercado esperaba señales de recortes por parte de Brasil como resultado de su proceso desinflacionario rápido, ubicando su tasa de política monetaria (tasa Selic) en 13.75% vs su inflación y/y en 3.94% mostrando un diferencial de 981 pbs.

¿Qué esperamos en julio de 2023?

A nivel internacional, esperamos un mercado cauteloso a la espera de datos macroeconómicos que muestren si la banca central deberá mantener su política monetaria contractiva. El riesgo de ser *dovish* por parte de los banqueros centrales pareciera pesar sobre los activos, por lo que esperamos que la renta fija desarrollada a nivel global reaccione a los datos de inflación, mercado laboral y narrativa de la FED tras la publicación de sus minutas.

Gráfica 4: Empinamiento tesoros americanos



Fuente: US Treasury - Acciones & Valores

El mercado estará atento a la evolución de la pendiente en la curva de tesoros americanos, especialmente la de los nodos (3M10Y y 2Y10Y), donde la primera es la más monitoreada por parte de la FED para descontar la posibilidad de una recesión. En este sentido, el empinamiento entre el nodo de 10 y 2 años se acerca a máximos de 40 años, mientras aún el mercado descuenta la posibilidad de un aterrizaje forzoso dado el tono contractivo de la FED, y un enfriamiento lento en la economía de EE.UU.

Los operadores estarán atentos en primera a la evolución de los nodos de referencia de la curva de tesoros americanos (2 y 10 años), donde se prevé que el nodo de 2 años en caso de tener lecturas que aumenten las probabilidades de un aumento de tasas de interés por parte de la FED, además del ya descontado en julio podría llegar a los niveles previos (5.08%) a la crisis bancaria.

Respecto a la región, el mercado sopesa la posibilidad de recortes en las tasas de interés por parte de los bancos centrales, especialmente el Banco Central de Brasil (BCB). Las

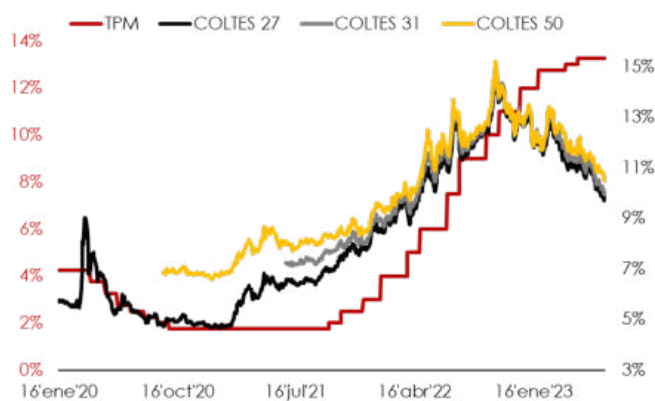
señales tras la última reunión de política monetaria, donde el BcB mantuvo su tasa inalterada en el 13.75% no mostraron un tono *dovish* y el escenario de una FED contractiva podría aumentar la presión sobre los activos riesgosos, aumentando a lo largo del mes el sentimiento de *risk-off* (menor apetito por riesgo).

| Mercado local

¿Qué pasó en junio de 2023?

En el contexto local observamos que la curva de TES TF se valorizó en promedio 116.37 pbs y la curva TES UVR se valorizó en promedio 44.9 pbs. La dinámica de la curva TES TF se fundamenta en el apetito local como consecuencia del descuento del mercado de un proceso desinflacionario rápido y la posibilidad de recortes en la tasa de política monetaria por parte de la curva swap.

Gráfica 5: COLTES 27, 31 y 50 vs Tasa de política monetaria (TPM)



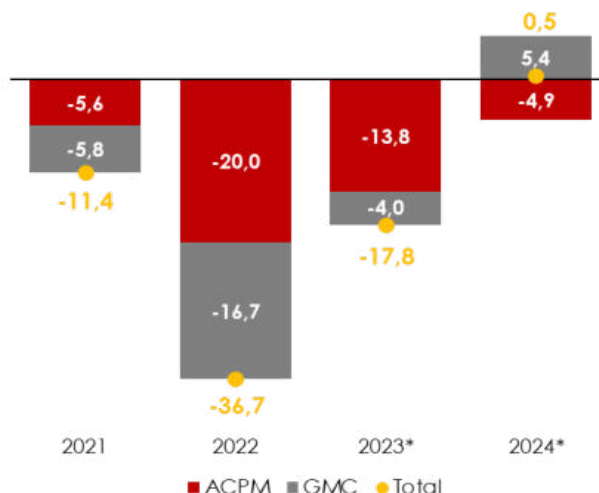
Fuente: Banco de la República - Acciones & Valores

Adicionalmente, el rally se fundamenta por las decisiones de las calificadoras de riesgo, entre estas Moody's y Fitch, donde la primera mantuvo su calificación en Baa2 siendo el segundo nivel más bajo del grado de inversión y su perspectiva estable. Respecto a Fitch, este mantuvo la calificación de Colombia en BB+, siendo nivel especulativo y su perspectiva estable. Ambas calificadoras mostraron una reducción en su pronóstico del PIB para el 2024, donde no se prevé una recesión pero sí una ralentización en la economía colombiana debido a las altas tasas de interés y menores precios del petróleo presionando los ingresos del gobierno para el 2024.

Por otro lado, el gobierno presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) que aumentó el déficit fiscal del 3.8% al 4.3% motivado por un mayor gasto para la vigencia del 2023 vía adición presupuestal, que terminó en COP \$16,9 billones donde la mayoría de recursos irán en mayor medida al sector de educación, salud, vivienda y transporte, donde el gobierno busca dinamizar el sector de la vivienda tras los golpes presentados por la desaceleración económica del país y las altas tasas de interés.

Además, uno de los rubros que sigue impactando las obligaciones del Gobierno Nacional Central (GNC) es el Fondo de Estabilización de Precios del Combustible (FEPEC) que según cuentas del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) el costo del FEPEC para el 2022 fue de COP \$37.7 billones mostrando las presiones del erario público debido a los incrementos del precio de la gasolina y diésel a nivel internacional. En esta medida, el mayor rubro lo representó el ACPM con un costo de COP \$20 billones.

Gráfica 5: Posición neta del FEPC discriminada por CL
(\$billones)



Fuente: MHCP - Acciones & Valores

Tras la presentación del MFMP por parte del Ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla se prevén mayores aumentos en los precios de la gasolina, donde se espera que en lo corrido del año estos persistan en los niveles de COP \$600 pesos mensuales hasta cerrar la brecha con los precios internacionales de la gasolina. Además, el Ministro Bonilla mencionó que los precios del ACPM piensa dejarlos inalterados en lo corrido del año para no presionar la inflación.

¿Qué esperamos en julio de 2023?

A nivel local, esperamos que la fuerza del largo en la curva de TES no persista mientras seguimos viendo niveles sobreextendidos, con una curva llegando a niveles previos a elecciones del 2022. En este sentido, el mercado sigue jugado a un proceso desinflacionario rápido donde creemos que la lectura de inflación del día 10 de julio en Colombia será relevante para entender si tendremos un proceso desinflacionario rápido. Al observar el consenso del mercado, este espera una inflación anual del 12.22%, y una mensual del 0.37%.

En este sentido, una lectura más lenta a la esperada por el mercado debería presionar la curva al alza mientras el contexto internacional de una banca central más contractiva y cautelosa como lo mostró el BCB puedan reducir las probabilidades de un recorte en las tasas de interés a final de año por parte del Banco de la República.

Por último, esperamos que este mes según anuncios del Director de Crédito Público, José Roberto Acosta se espera que para julio el MHCP coloque COP \$1 billón en TES verdes para aumentar la liquidez del papel mientras seguimos observando gran apetito por las subastas de TES COP de largo plazo.

Mercado de Renta Fija

2

Resumen del mercado de Renta Fija de junio 2023

- **Mercado Internacional**

El driver principal del mes de junio a nivel internacional fue el cambio de perspectiva por parte de los bancos centrales mientras se prevén mayores subidas de tasas a nivel global. Los mensajes *hawkish* por parte de los banqueros centrales desplazaron las curvas de países desarrollados al alza, especialmente tras el encuentro de Jerome Powell presidente de la FED, Andrew Bailey gobernador del Banco Central de Inglaterra (BoE), Christine Lagarde presidenta del Banco Central Europeo (BCE) quienes mencionaron la necesidad de una política monetaria restrictiva por lo que resta del año, mientras las presiones inflacionarias especialmente en la inflación subyacente se mantienen.

Por último, los países emergentes especialmente México, Brasil y Chile mantuvieron sus tasas de política monetaria inalteradas cambiando las perspectivas de la región, mientras el mercado esperaba señales de recortes por parte de Brasil como resultado de su proceso desinflacionario rápido, ubicando su tasa de política monetaria (tasa Selic) en 13.75% vs su inflación y/y en 3.94% mostrando un diferencial de 981 pbs.

- **Mercado Local**

En el contexto local observamos que la curva de TES TF se valorizó en promedio 116.37 pbs y la curva TES UVR se valorizó en promedio 44.9 pbs. La dinámica de la curva TES TF se fundamenta en el apetito local como consecuencia del descuento del mercado de un proceso desinflacionario rápido y la posibilidad de recortes en la tasa de política monetaria por parte de la curva swap.

¿Qué esperamos en julio de 2023?



A nivel **internacional**, esperamos un mercado cauteloso a la espera de datos macroeconómicos que muestren si la banca central deberá mantener su política monetaria contractiva. El riesgo de ser *dovish* por parte de los banqueros centrales pareciera pesar sobre los activos, por lo que esperamos que la renta fija desarrollada a nivel global reaccione a los datos de inflación, mercado laboral y narrativa de la FED tras la publicación de sus minutas.

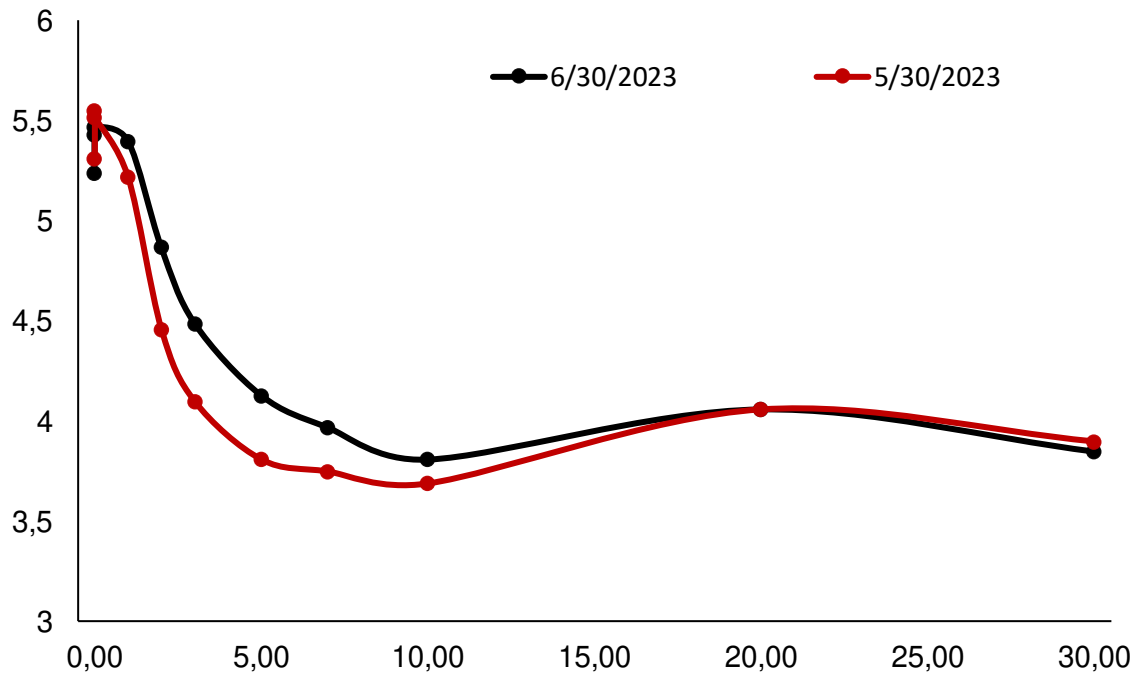
El mercado estará atento a la evolución de la pendiente en la curva de tesoros americanos, especialmente la de los nodos (3M10Y y 2Y10Y), donde la primera es la más monitoreada por parte de la FED para descontar la posibilidad de una recesión.

A nivel **local**, esperamos que la fuerza del largo en la curva de TES no persista mientras seguimos viendo niveles sobreextendidos, con una curva llegando a niveles previos a elecciones del 2022. En este sentido, el mercado sigue jugado a un proceso desinflacionario rápido donde creemos que la lectura de inflación del día 10 de julio en Colombia será relevante para entender si tendremos un proceso desinflacionario rápido. Al observar el consenso del mercado, este espera una inflación anual del 12.22%, y una mensual del 0.37%.

En este sentido, una lectura más lenta a la esperada por el mercado debería presionar la curva al alza mientras el contexto internacional de una banca central más contractiva y cautelosa como lo mostró el BCB presione la curva.

Los tesoros americanos se desplazaron al alza en promedio +18 pbs especialmente en la parte corta y media con el nodo a 2 años presentando el mayor movimiento con +49.9 pbs cerrando el mes en 4.895% niveles previos a la crisis bancaria con el Silicon Valley Bank (SVB).

Tesoros: Curva de rendimientos (%)

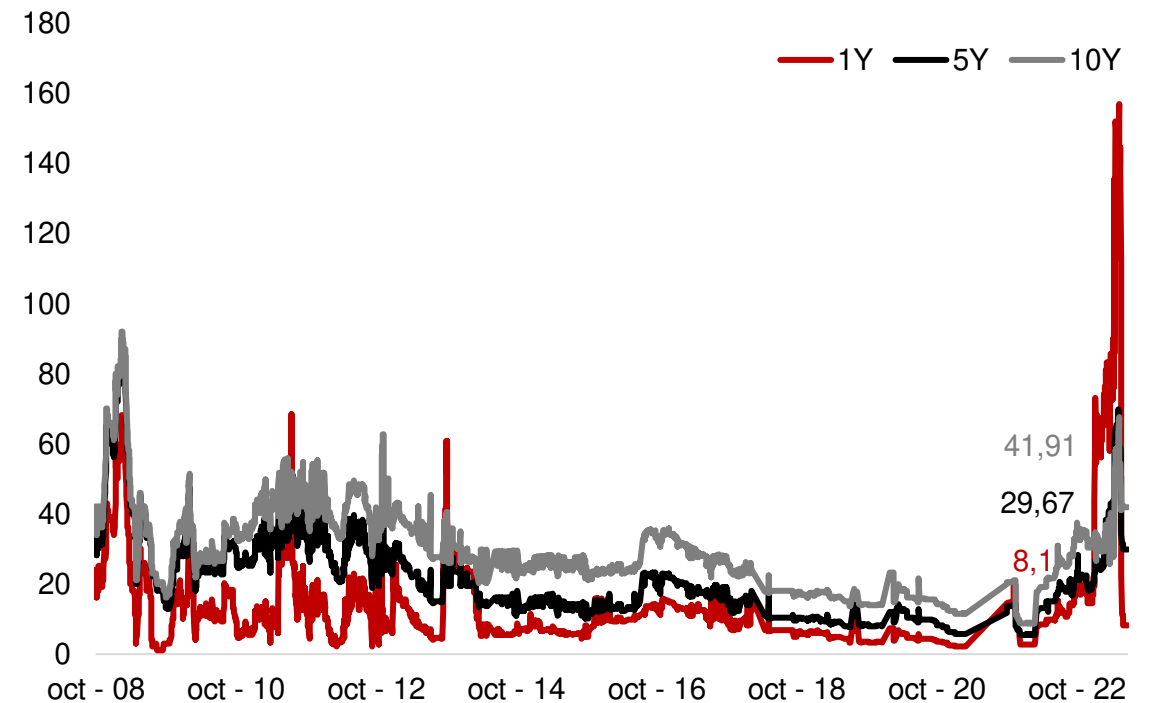


Fuente: US Treasury - Investigaciones Económicas ACVA

julio de 2023

El riesgo de un impago cesó tras conocerse que el congreso aprobó el techo de la deuda, reduciendo el ruido en las primeras semanas de junio en la curva de tesoros americanos.

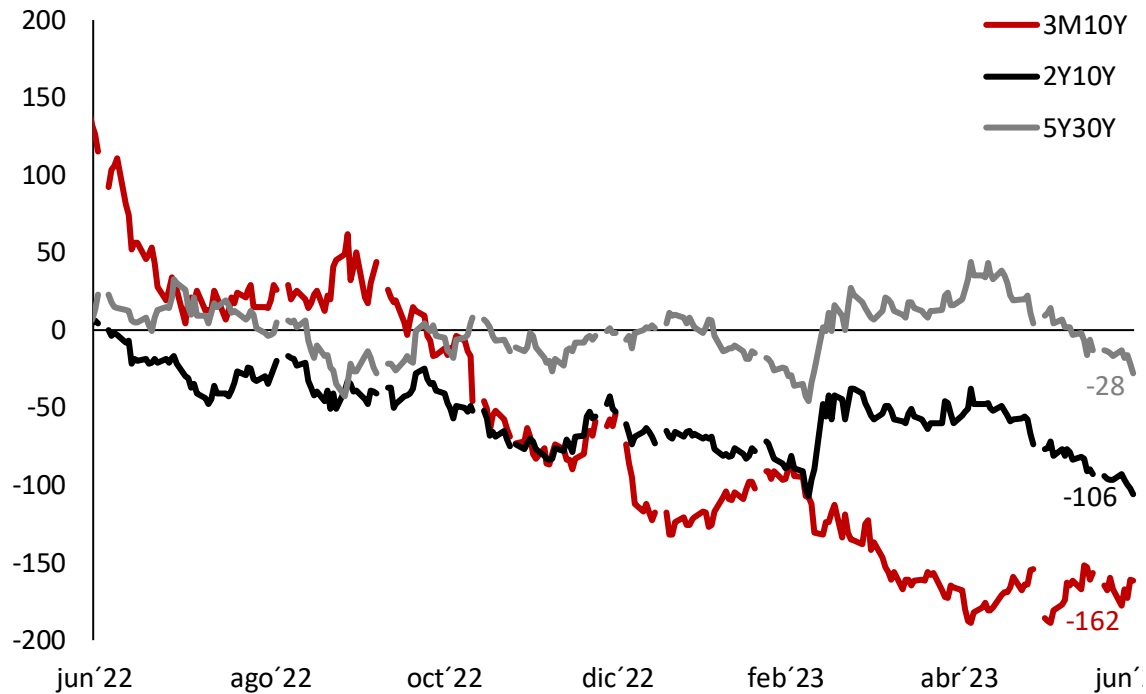
Credit Default Swaps (CDS) (Puntos)



Fuente: Investing - Investigaciones Económicas ACVA

Esperamos un mercado cauteloso a la espera de datos macroeconómicos que muestren si la banca central deberá mantener su política monetaria contractiva. El riesgo de ser dovish por parte de los banqueros centrales pareciera pesar sobre los activos, por lo que esperamos que la renta fija desarrollada a nivel global siga presionada al alza.

Tesoros americanos: pendiente (Spread tasas de interés)

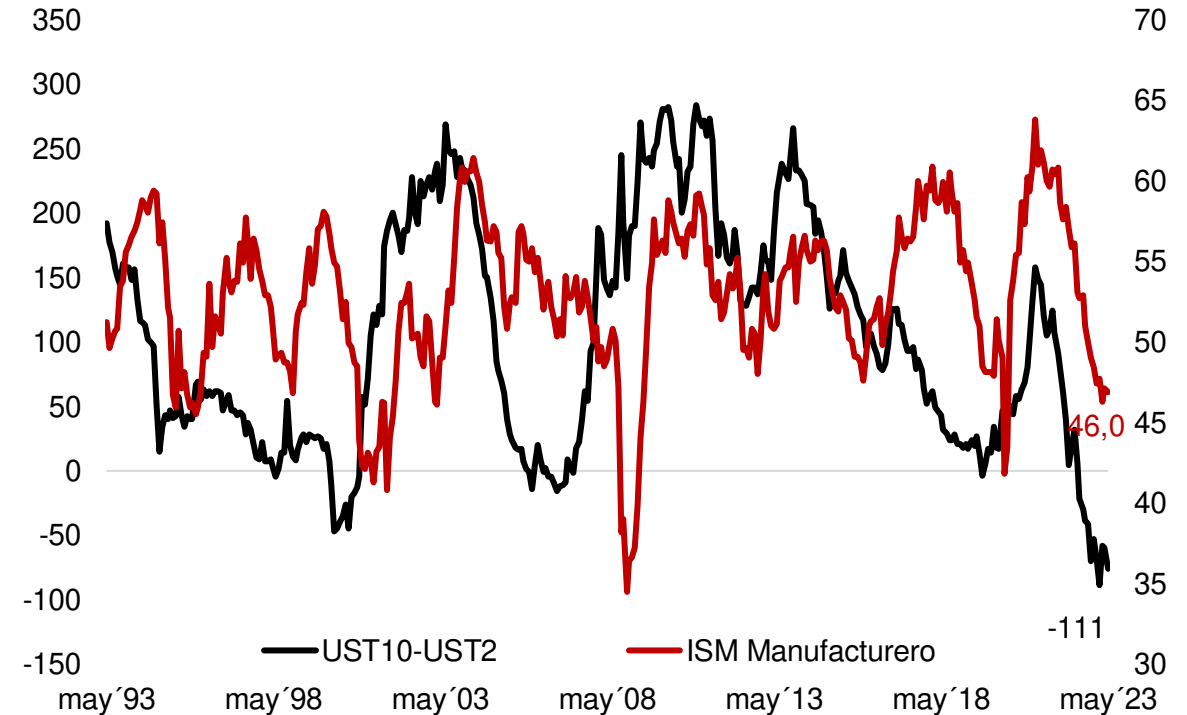


Fuente: US Treasury - Investigaciones Económicas ACVA

julio de 2023

La idea de una recesión toma fuerza, la política contractiva por parte de la FED presiona diferentes índices de manufactura mientras se espera una desaceleración en la demanda agregada y un aumento en los costos de financiamiento.

ISM Manufacturero versus pendiente nodo 10 y 2 años (%)

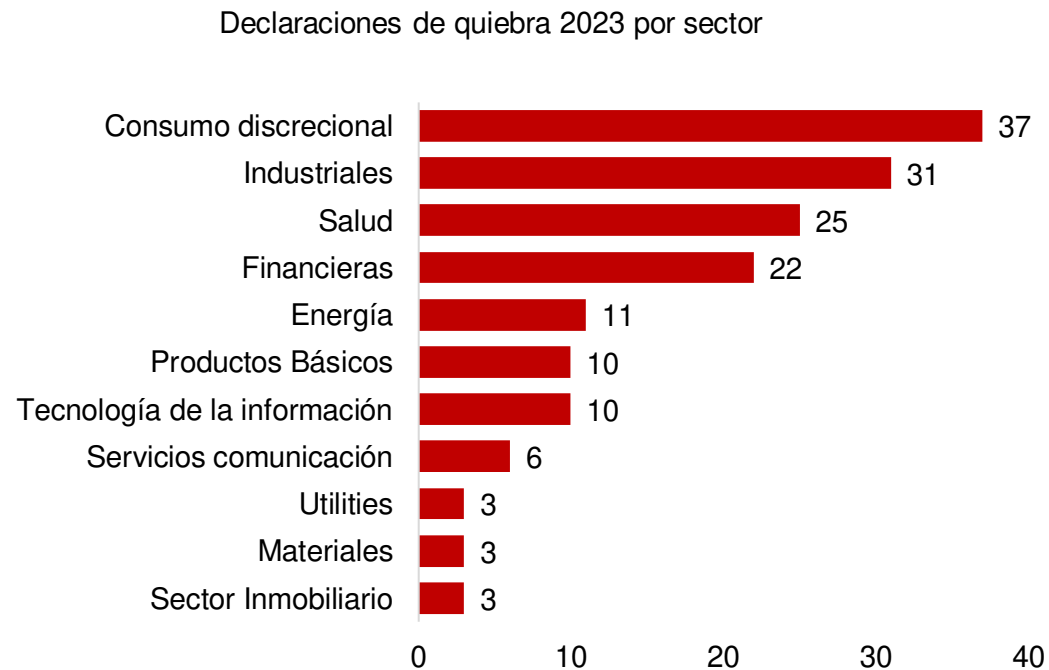


Fuente: US Treasury, Investing - Investigaciones Económicas ACVA

Con la gráfica anterior, observamos dos puntos importantes. El primero es la percepción del riesgo de crédito de diferentes emisores. Empezamos a observar que los sectores más golpeados son el de consumo discrecional, industrial y salud.

Declaraciones de quiebra 2023

(Unidades)

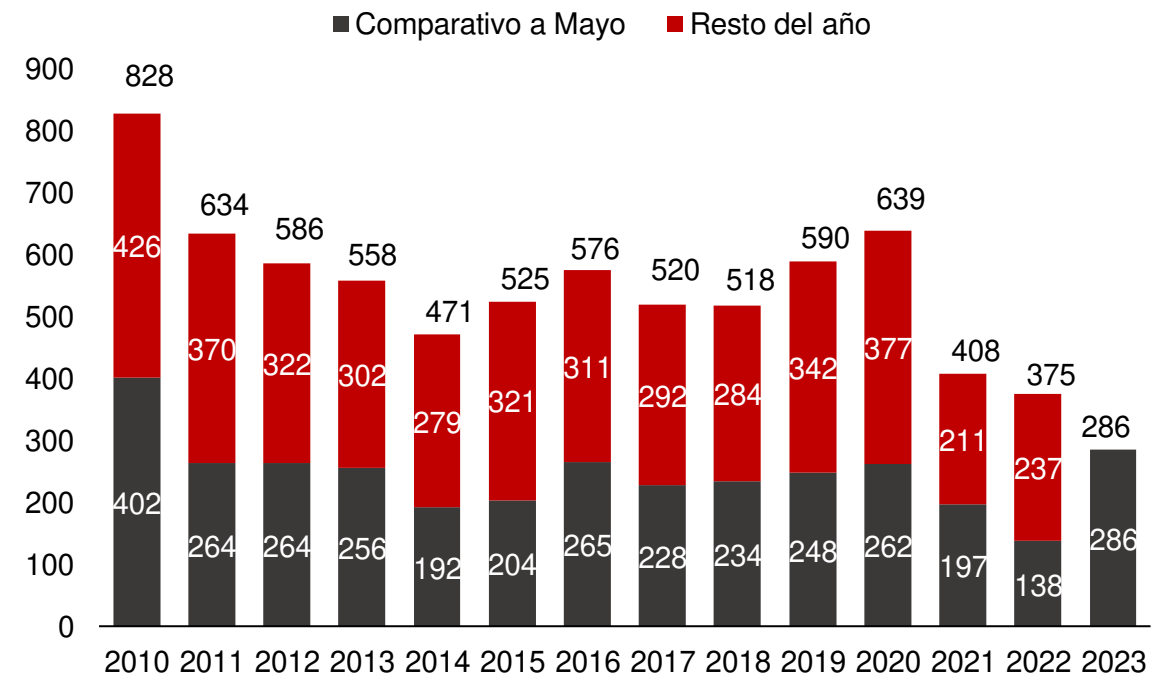


Fuente: S&P - Investigaciones Económicas ACVA

De esta manera, el segundo punto importante es que nos encontramos en niveles de quiebra similares a los presentados en la crisis del 2008-2010. El mercado empezará a monitorear lo que ocurra con la deuda privada de EE.UU., ya que puede aumentar la volatilidad de los tesoros americanos.

Histórico declaraciones de quiebra desde 2010

(Unidades)

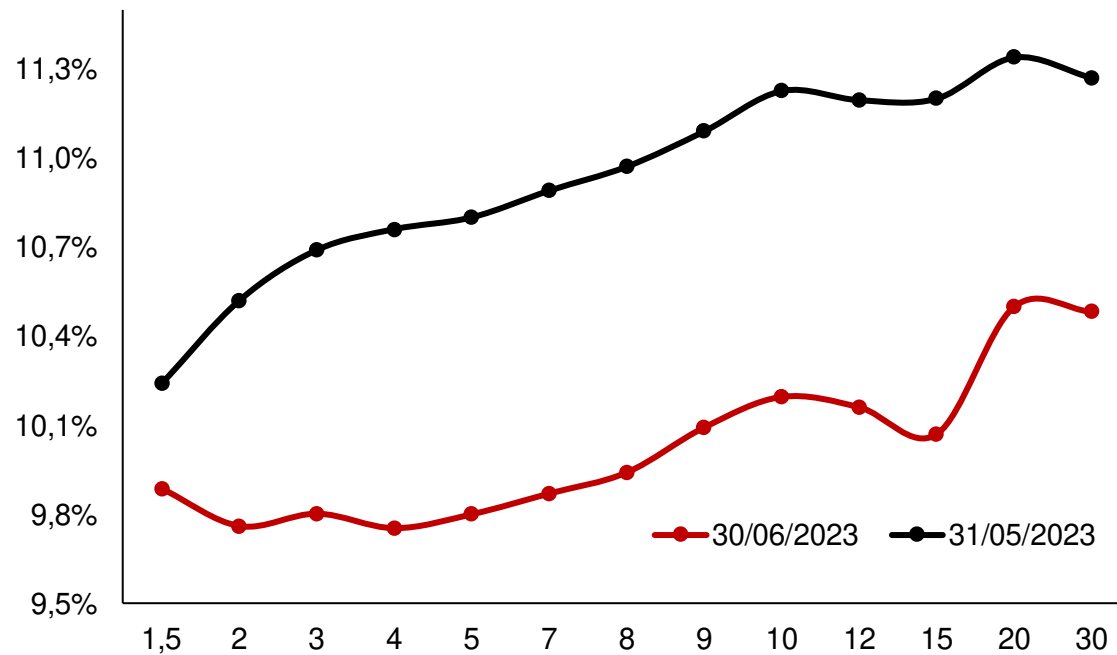


Fuente: S&P - Investigaciones Económicas ACVA

En el contexto local observamos que la curva de TES TF se valorizó en promedio 116.37 pbs. La percepción de un proceso desinflacionario rápido decantó el rally. El aplanamiento observado se dio la última semana mientras la fuerza del largo pierde potencia.

Curva deuda soberana TES COP

Porcentaje (%)

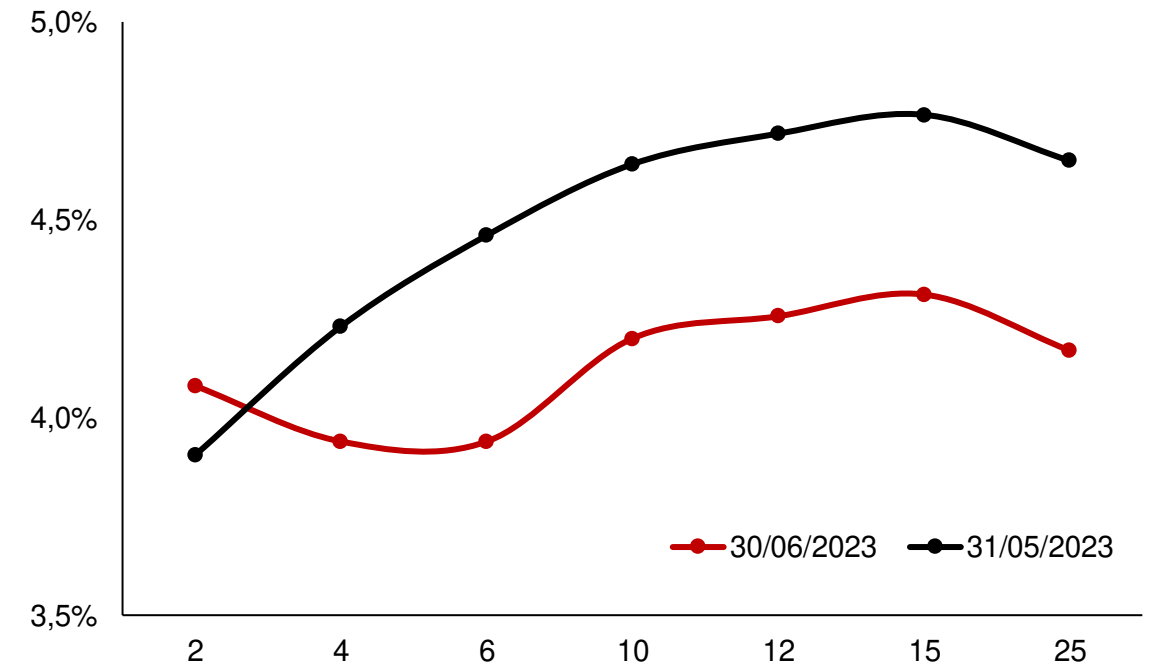


Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

La curva TES UVR se valorizó en promedio 44.9 pbs. Observamos una curva invertida, mientras el mercado sopesa la posibilidad de lecturas de inflación mensual menores en lo corrido del año.

Curva deuda soberana TES UVR

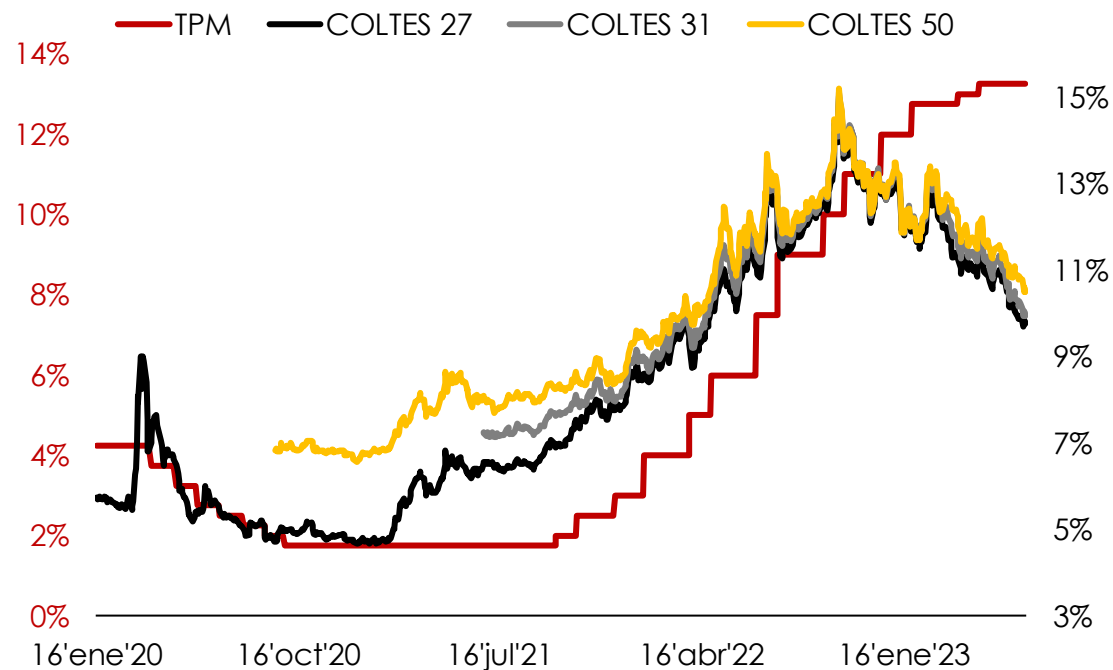
(%)



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

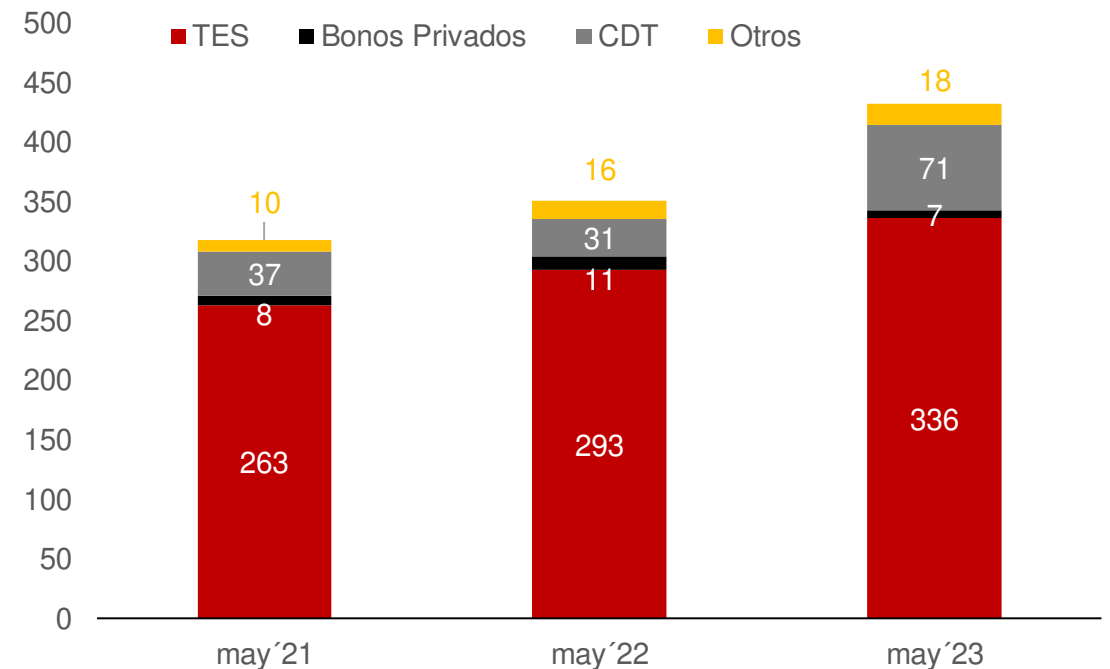
El rally también se fundamenta por las decisiones de las calificadoras de riesgo, entre estas Moody's y Fitch, donde la primera mantuvo su calificación en Baa2 siendo el segundo nivel más bajo del grado de inversión y su perspectiva estable. Respecto a Fitch, este mantuvo la calificación de Colombia en BB+, siendo nivel especulativo y su perspectiva estable.

COLTES 27, 31 y 50 vs Tasa de política monetaria (TPM) (%)



Fuente: BanRep, Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

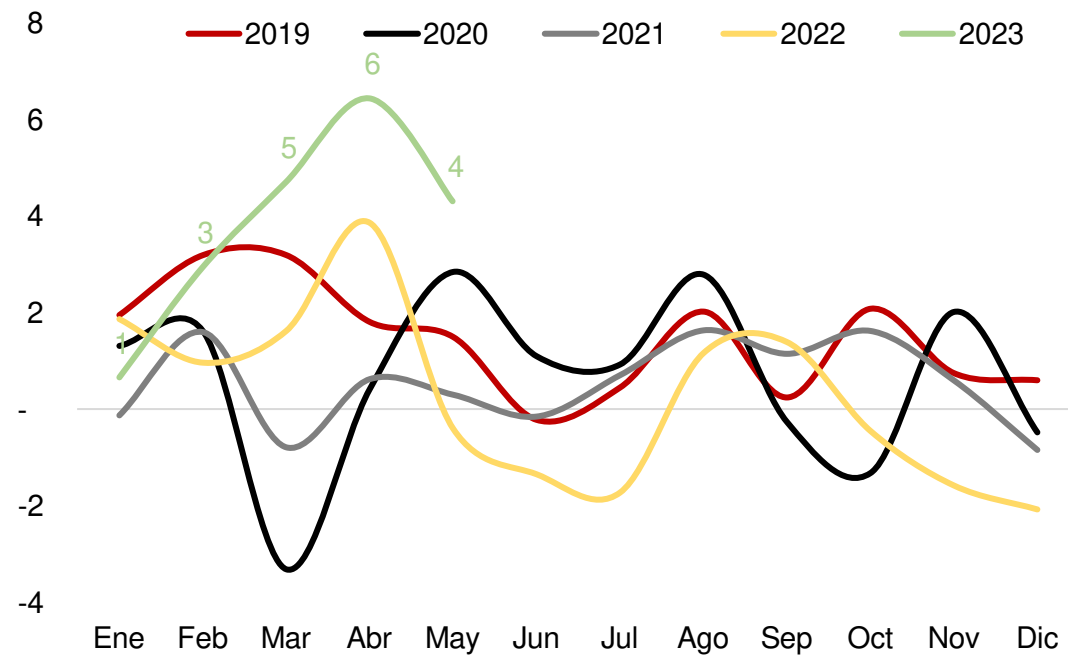
Volúmenes a mayo mercado deuda pública y privada (COP billones)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

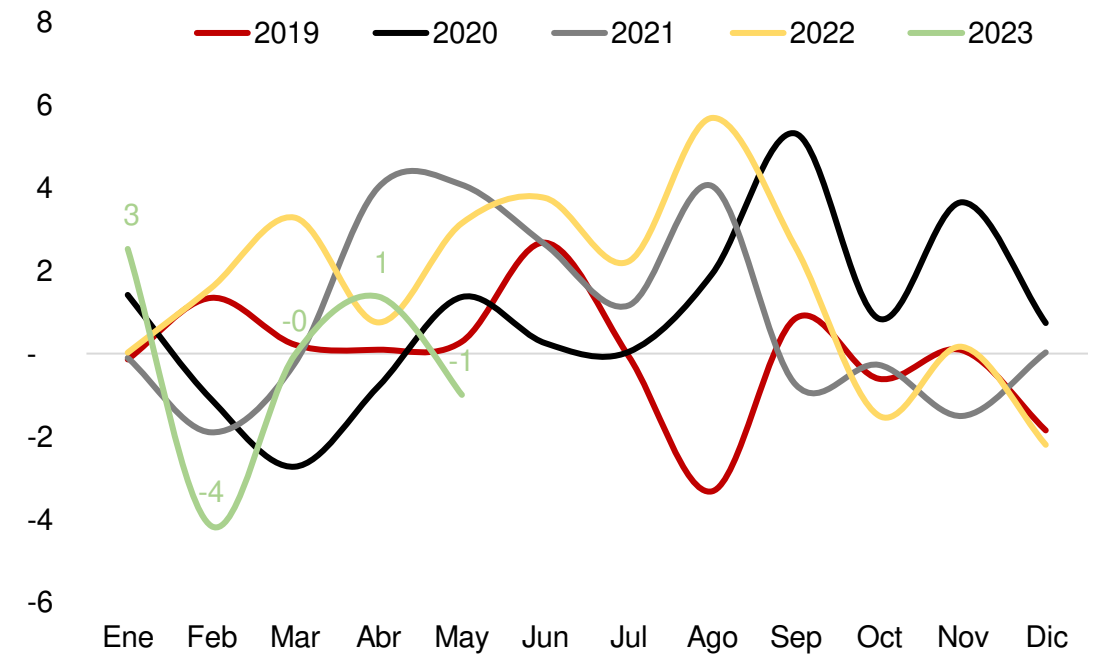
Por su parte los Fondos de Pensiones siguen siendo los jugadores clave del mercado, en este sentido los Fondos poseen más del 26% emitido de los TES, donde para el mes de mayo continuaron con sus compras, especialmente en TES COP. En este sentido, creemos que una de las razones del rally en la curva de TES COP son las compras realizadas por parte de los fondos de pensiones y cesantías fundamentando en la posibilidad de un proceso desinflacionario rápido y un Banco de la República que podría recortar su tasa de política monetaria para final de año.

Compras Fondos de Pensiones y Cesantías (COP billones)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

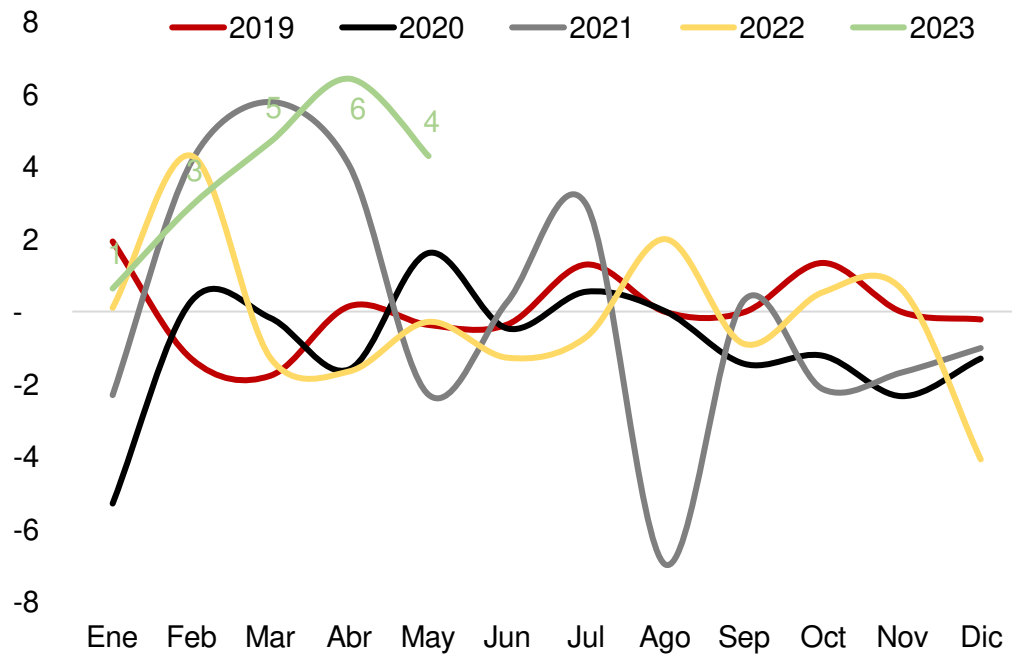
Compras Fondos de Capital Extranjeros (COP billones)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

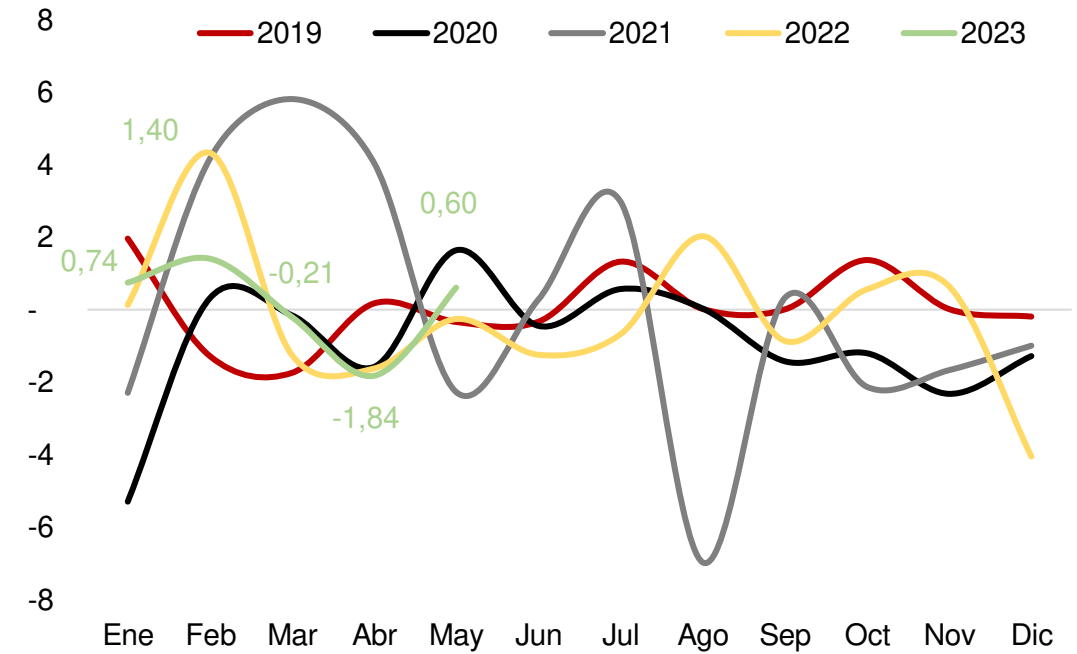
La idea del canje sigue generando ruido en la curva, seguimos observando que las tenencias de TES por parte del MHCP aumentan por lo que especulamos que el MHC esté recogiendo papeles para a lo largo del año realizar el canje de deuda.

Compras Banco de la República (COP billones)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

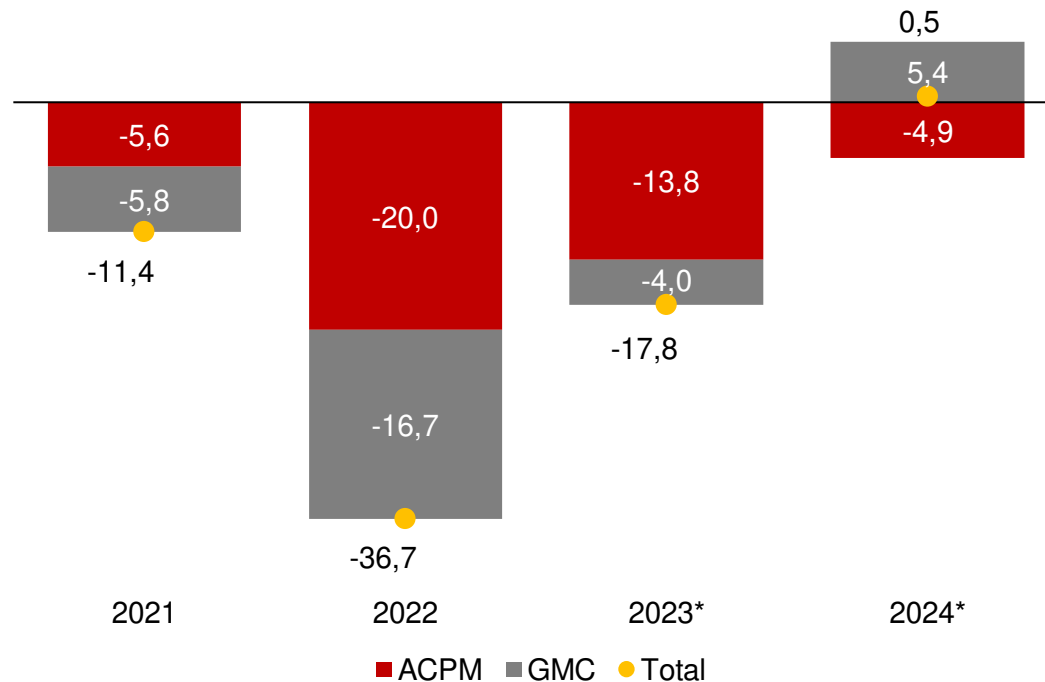
Compras Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) (COP billones)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

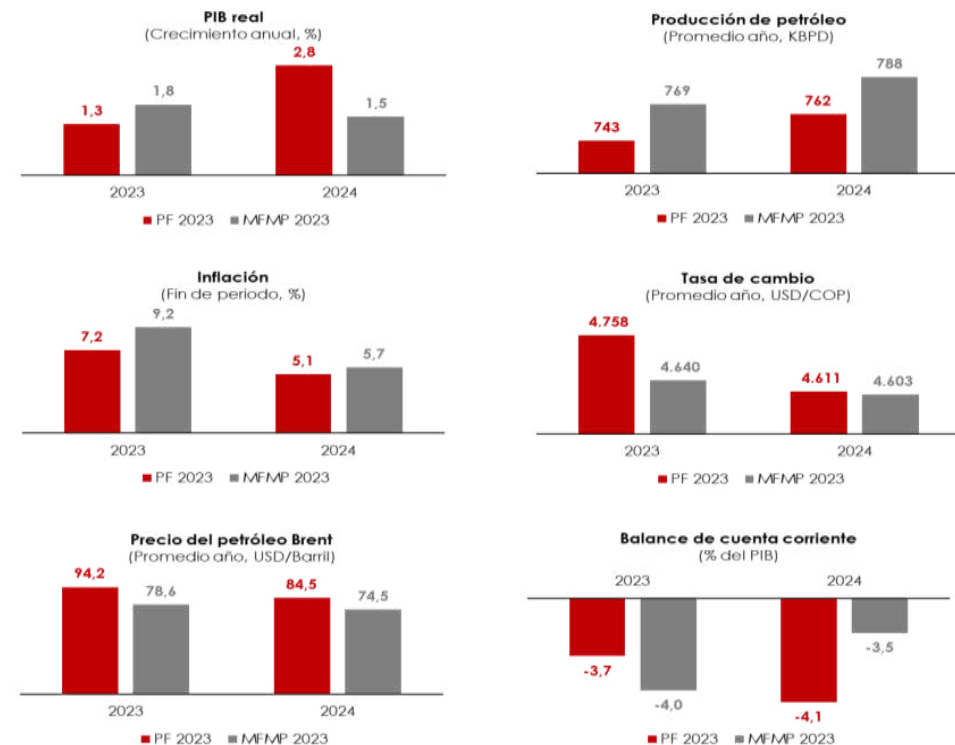
Uno de los rubros que sigue impactando las obligaciones del Gobierno Nacional Central (GNC) es el Fondo de Estabilización de Precios del Combustible (FEPEC) que según cuentas del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) el costo del FEPEC para el 2022 fue de COP \$37.7 billones mostrando las presiones del erario público debido a los incrementos del precio de la gasolina y diésel a nivel internacional. En esta medida, el mayor rubro lo representó el ACPM con un costo de COP\$ 20 billones.

Saldo FEPEC (COP billones)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

Supuesto Macroeconómicos 2023 y 2024 (Según cada gráfica)

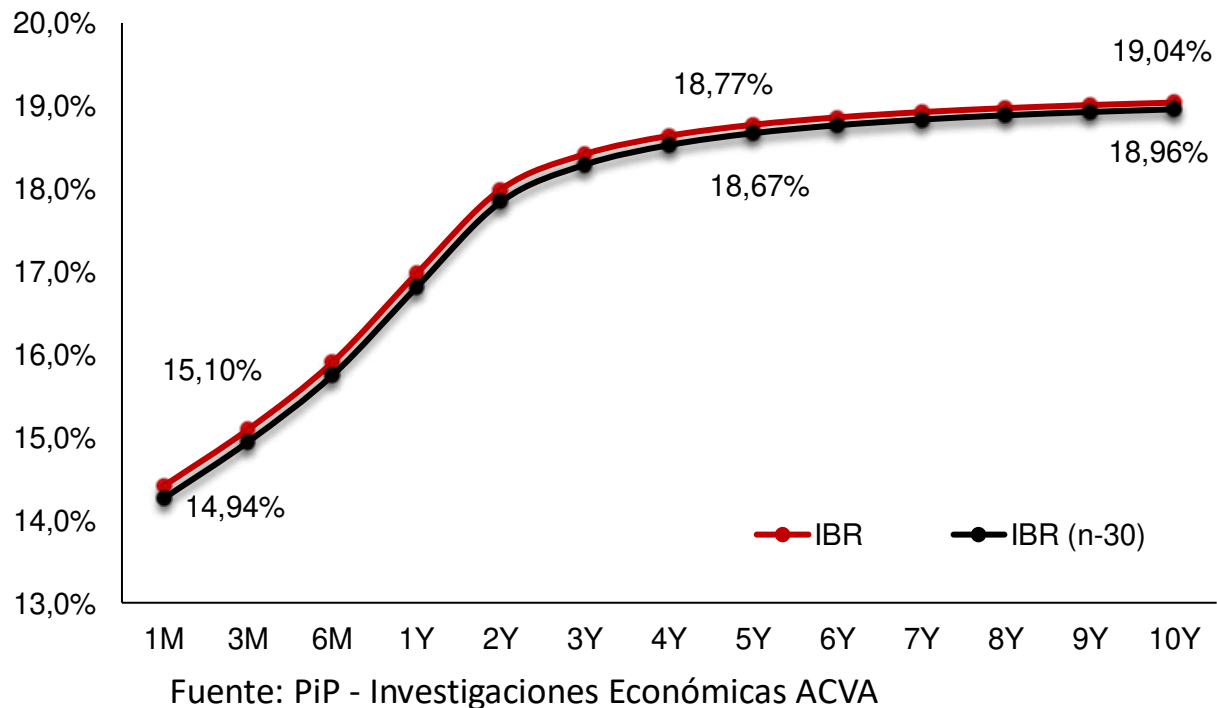


Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

Pocos movimientos en la curva de deuda privada, mientras aún se percibe mayor apetito por este tipo de indicador mientras se descuentan recortes de tasas de interés para final de año.

Curva deuda privada IBR

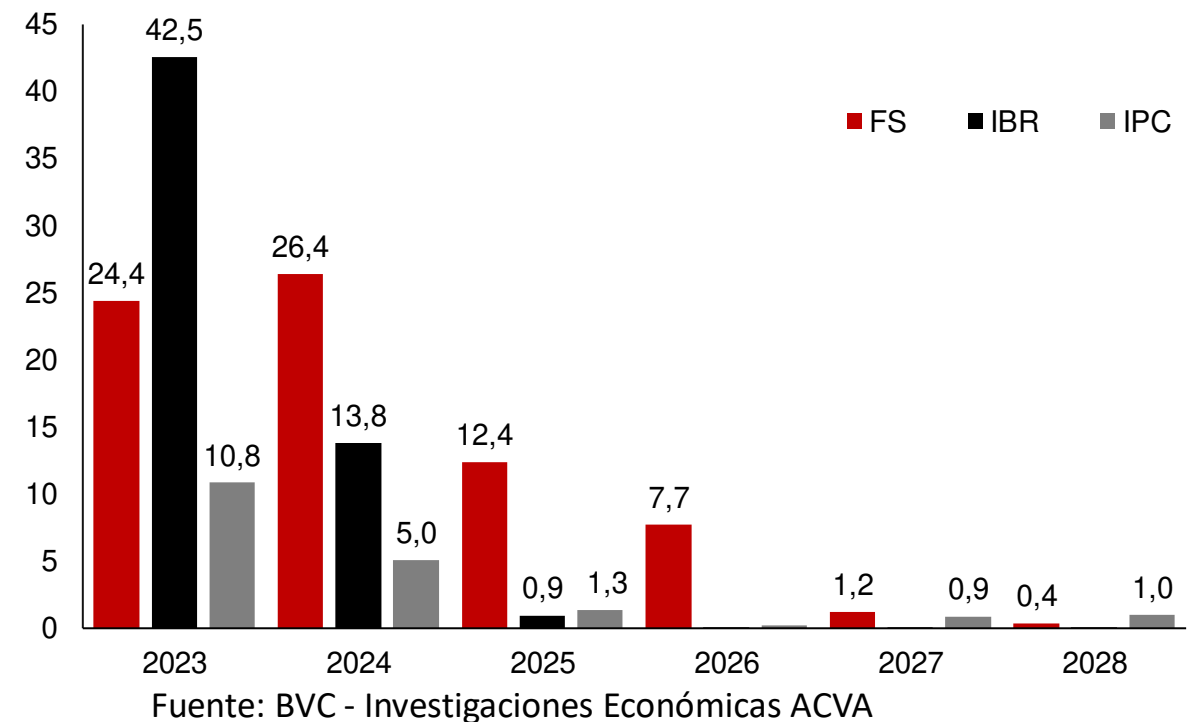
Porcentaje (%)



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.

Vencimientos Deuda Privada

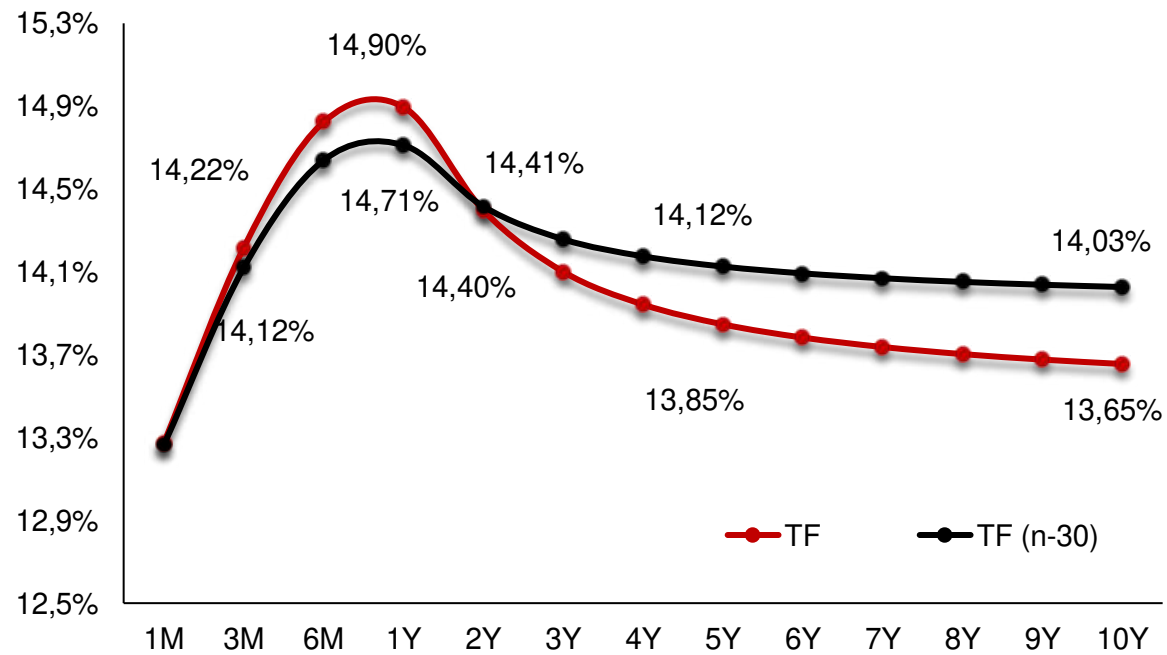
(COP billones)



La deuda privada, especialmente la denominada en tasa fija sigue desplazándose a la baja, especialmente en la parte larga mientras el mercado busca mayor duración y cambiar de indexación.

Curva deuda privada tasa fija

Porcentaje (%)

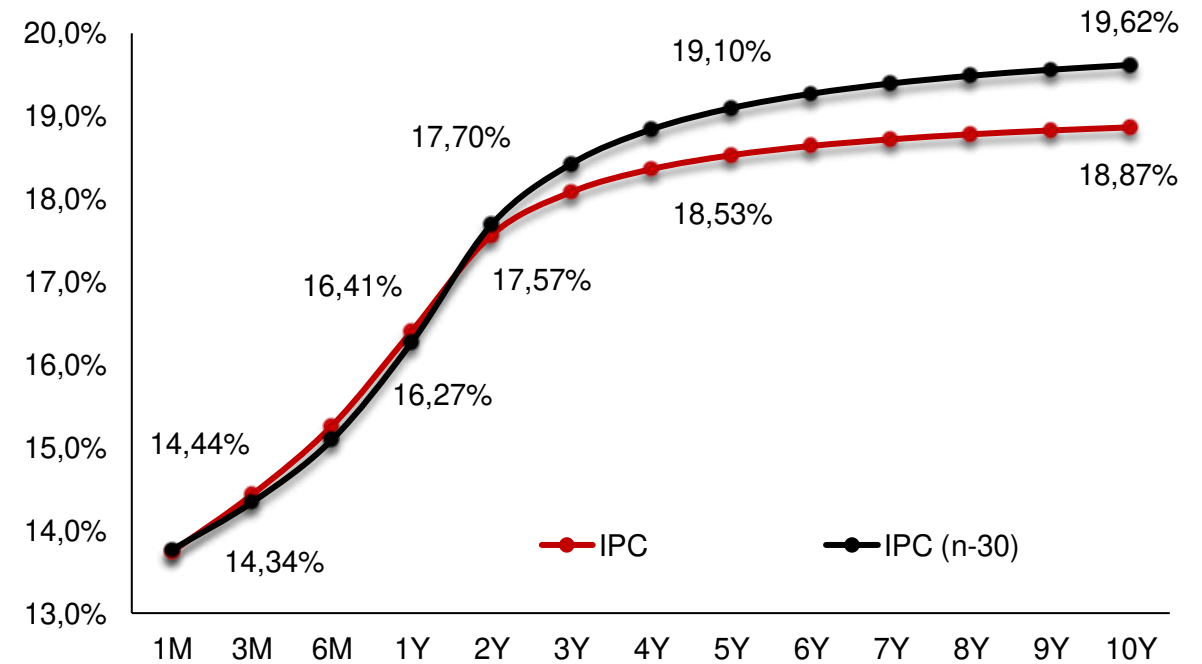


Fuente: PiP - Investigaciones Económicas ACVA

Por su parte, la curva denominada en IPC presentó valorizaciones en la parte larga mientras aún las causaciones de los papeles indexados son atractivos para el mercado.

Curva deuda privada IPC

(%)



Fuente: PiP - 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.