

INFORME DE RENTA FIJA: Esta vez es diferente: Escenario adverso materializado

Marzo de 2020

Ana Vera Nieto

Especialista de Renta Fija

ana.vera@corficolombiana.com

Julio César Romero

Economista Jefe

Julio.romero@corficolombiana.com

Resumen

1. Durante el 2019, específicamente en el mes de junio, advertimos que la materialización de reducciones de tasas de la Reserva Federal (Fed) -no anticipadas por el promedio de analistas en ese entonces- iban a repercutir positivamente en el mercado local y pronosticamos un *rally* en el comportamiento de los títulos de deuda. Dicho escenario se cumplió y los rendimientos de los TES con vencimiento en 2024 pasaron de tasas cercanas a 6% a niveles del 5.0% (ver “una ventana de oportunidad” en [Informes Especiales – Junio 5 de 2019](#))
2. En estos momentos, cuando se vuelve a presentar un escenario de deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial y es muy probable que la Fed deba reducir tipos de interés aun más, por presiones de liquidez de empresas que tienen los vencimientos de deuda corporativa más altos del año y por un virus que ha limitado la actividad empresarial (ver “Efectos económicos del Coronavirus” en [Informe Semanal – Marzo 2 de 2020](#)), creemos que el comportamiento observado en 2019 no se repetirá: **Esta vez es diferente.**
3. A pesar de que se observan algunas similitudes con el escenario planteado hace 9 meses, la correlación positiva entre los bonos del Tesoro y los títulos de deuda pública colombiana (TES) se rompió y el contexto actual presenta retos para los países emergentes ante el debilitamiento de la demanda global por el COVID19 y la caída de precios del petróleo. Con la tendencia de valorización en los Tesoros a 10 años, con rendimientos en mínimos históricos, se presionan los spread de cobertura de riesgo hacia países emergentes (CDS y OAS) por lo que es más costoso invertir en éstos países y se presionan las tasas de los títulos al alza.
4. Las condiciones actuales representan un escenario adverso de estrés para el mercado de deuda, en donde esperamos correcciones alcistas en las tasas de los TES (ver “La Tormenta Perfecta” en [Informe Semanal – Marzo 9 de 2020](#)). El Impacto en TES para nosotros es un efecto combinado de lo observado en choques de 2008 y de 2014 (desaceleración mundial + choque petrolero). En 2014, la curva de rendimientos se empinó (aumento en parte larga) y se aplanó en 2015 (aumento en parte corta por subida de tasas BanRep). En el choque actual esperamos un empinamiento por aumento en la parte larga de la curva (mayor prima de riesgo) que no estaría acompañado de aumento de tasas de BanRep. **Estimamos tasas de TES de referencia 2024 alcanzando un máximo de 6,6% en los próximos meses, Spread de CDS de 5 años hasta en 300 pbs.**
5. Antes del choque COVID-19 + guerra petrolera esperábamos presiones de inflación moderadas (3.4% al cierre de 2020). Sin embargo, estimamos que el nuevo escenario generará presiones alcistas sobre los precios de bienes y servicios sensibles a la devaluación. A diferencia del choque petrolero de 2014-2016, en esta oportunidad no esperamos que la inflación ascienda a niveles tan altos (9% en julio de 2016), lo cual disminuye la necesidad de ajustes en la tasa de interés de BanRep.
6. Nos preocupa el impacto del choque sobre la calificación crediticia del país. En el corto plazo, esperamos que los factores no contemplados en las cuentas del Gobierno, presionarán a la tesorería de la Nación a un cambio en las subastas programadas en el Plan Financiero (ver “Plan Financiero: entre la realidad y el optimismo” en [Informe Semanal - Febrero 10 de 2020](#)).

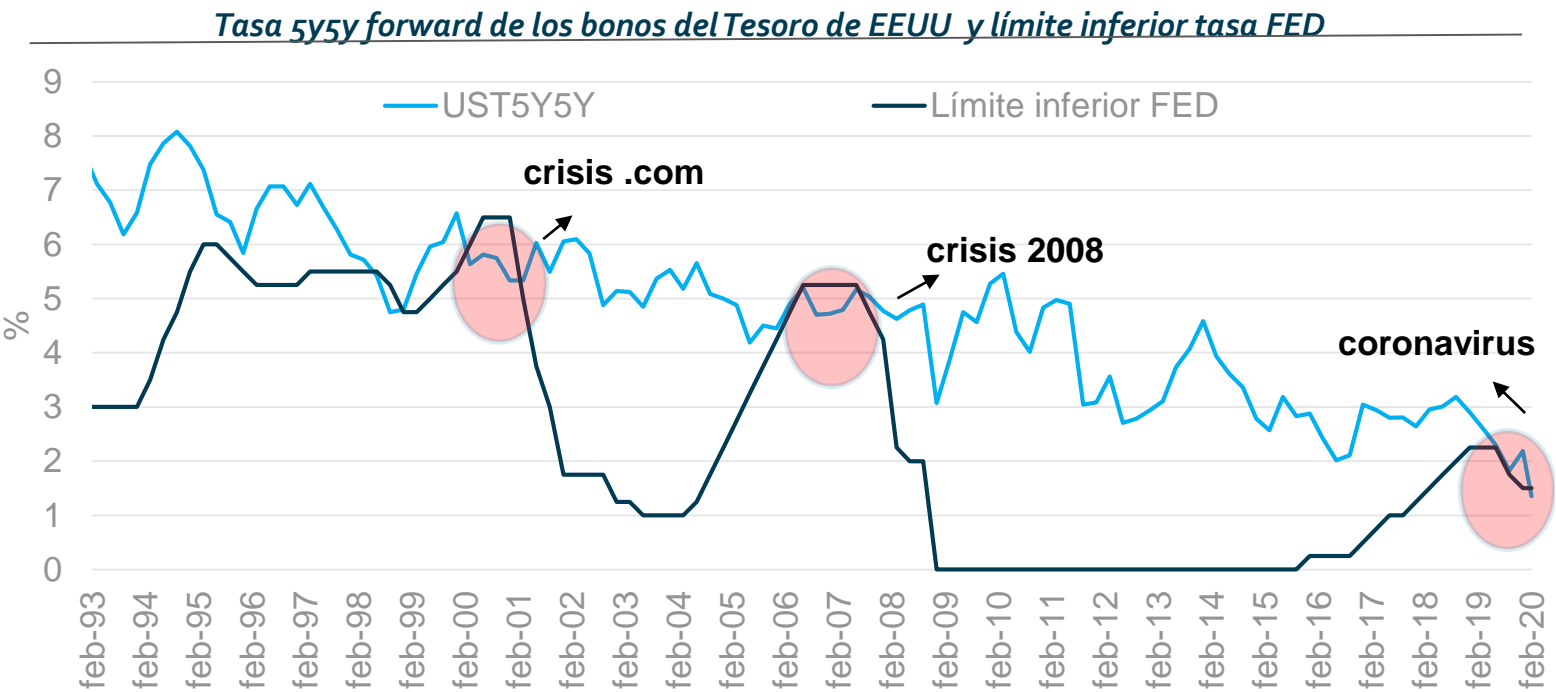
1. Contexto internacional

2. Contexto local

Se vuelve a presentar un escenario de deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial y es muy probable que la Fed deba reducir tipos de interés aun más, a pesar de una reducción sorpresiva de 50 pbs el pasado 3 de marzo.

Por primera vez desde el 2008, la tasa forward de bonos del Tesoro se ubicó por debajo del límite inferior de la tasa de la Fed-Eventos que sólo se habían presentado en la crisis.com y la crisis del 2008.

El escenario actual se considera un evento de alto impacto ante las caídas sostenidas del precio del petróleo y el efecto del Coronavirus.



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana.

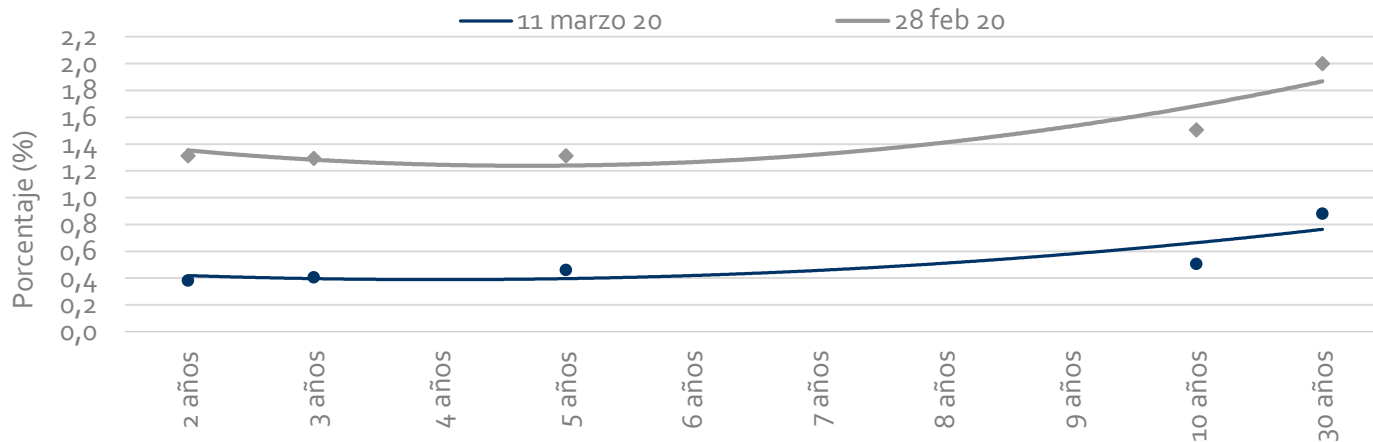
En nuestra opinión, la expectativa cada vez mayor de los mercados de una reducción de tipos de interés, por parte de la Fed seguirá favoreciendo valorizaciones de los Tesoros, que han alcanzado los niveles más bajos de toda su historia, con toda la curva de rendimientos en niveles inferiores al 1%.

Pronósticos tasa de la Fed para reunión de marzo de 2020 (límite superior del rango)

Entidad	Pronósticos realizados en:		Cambio pronósticos (p.p.)
	Enero 2020	Marzo 2020	
Barclays	1,75%	0,75%	-1,00%
JPMorgan	1,75%	0,25%	-1,50
Morgan Stanley	1,75%	0,75%	-1,00
Goldman Sachs	1,75%	0,75%	-1,00%
Bloomberg – mediana de analistas	1,75%	0,75%	-1,00%

Fuente: Reporte de entidades y Bloomberg

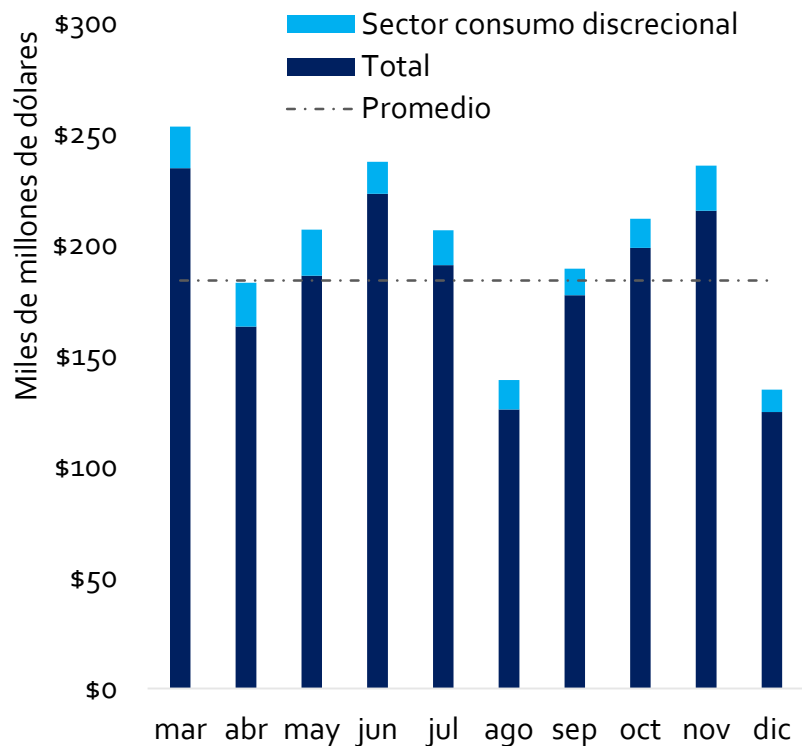
Curva de rendimientos Bonos del Tesoro de EEUU



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

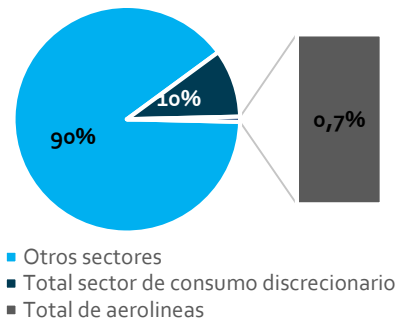
Se genera escenario de riesgo global, por presiones de liquidez de empresas que tienen los vencimientos de deuda corporativa más altos del año y ante el virus se les ha limitado la actividad empresarial .

Vencimientos de deuda corporativa a nivel mundial (2020)

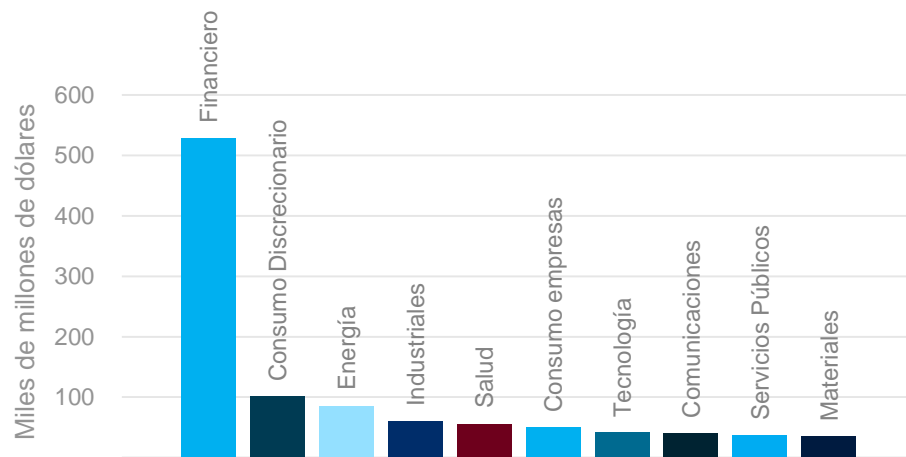


Fuente: Bloomberg y cálculos propios.

Vencimientos totales de deuda corporativa en el mundo en 2020



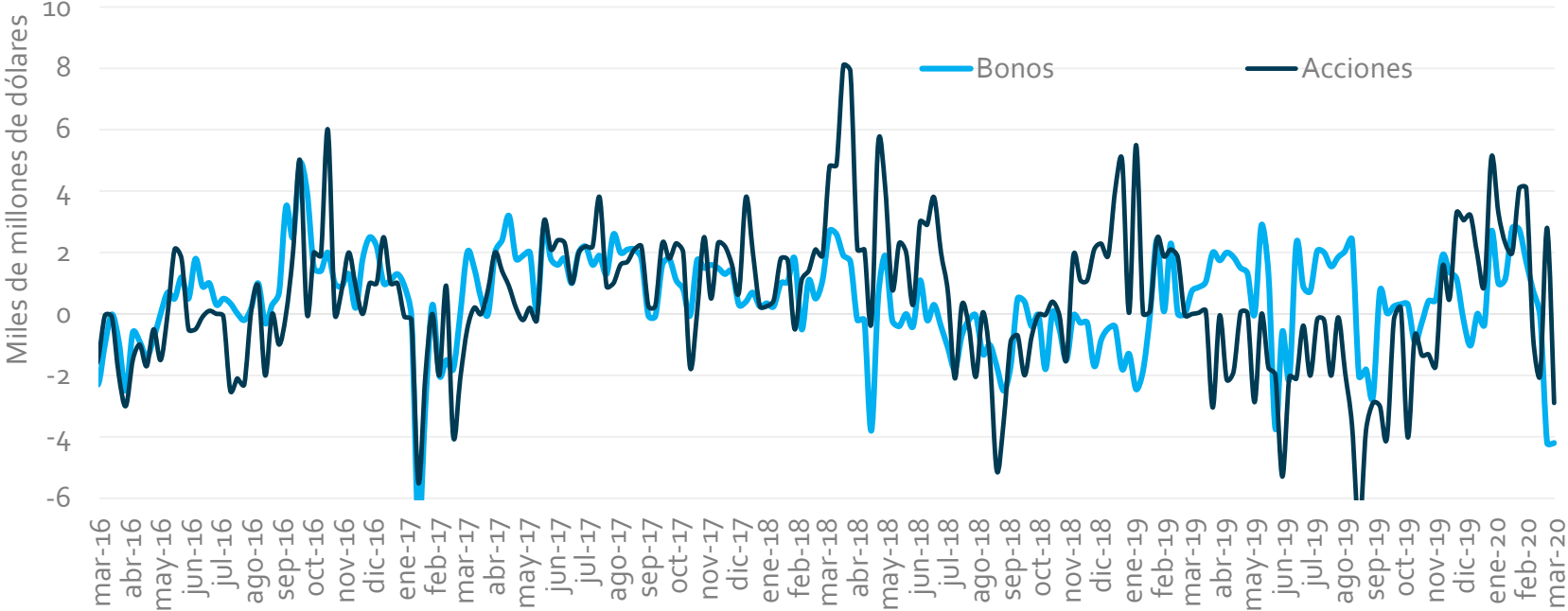
Vencimientos de deuda corporativa por sectores



Fuente: Bloomberg y cálculos propios.

Los flujos de inversión hacia países emergentes han venido disminuyendo como parte del nerviosismo internacional por el efecto contagio y temores de una recesión a nivel global con la caída generalizada de los precios del petróleo.

Flujos de fondos de inversión globales a bonos de economías emergentes

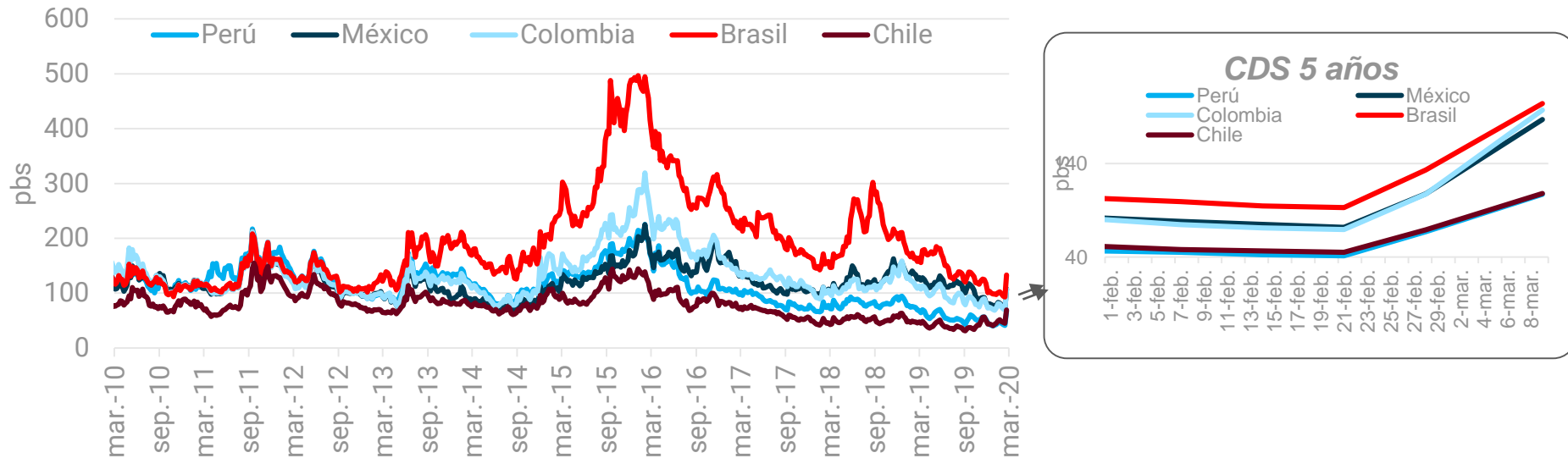


Fuente: Bloomberg

Esta vez es diferente porque mayores valorizaciones de bonos del Tesoro no implicarán valorizaciones de otros activos de renta fija de emergentes, dada la mayor incertidumbre: se presionan los spread de cobertura de riesgo hacia países emergentes (CDS y OAS) por lo que es más costoso invertir en éstos países.

Niveles de riesgo en emergentes se habían mantenido bajos... hasta el último mes.

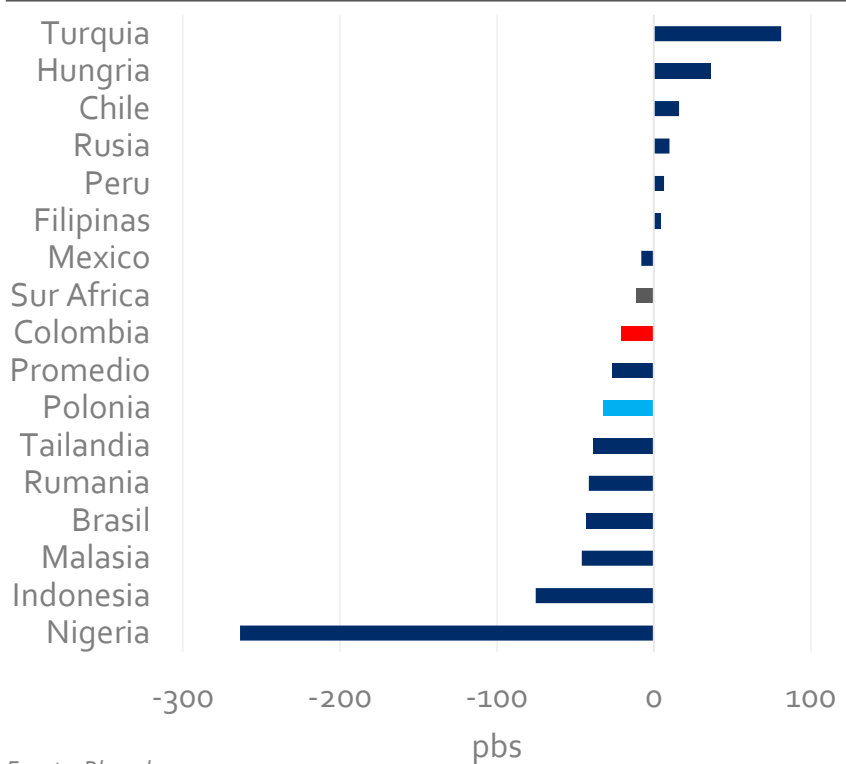
CDS 5 años



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

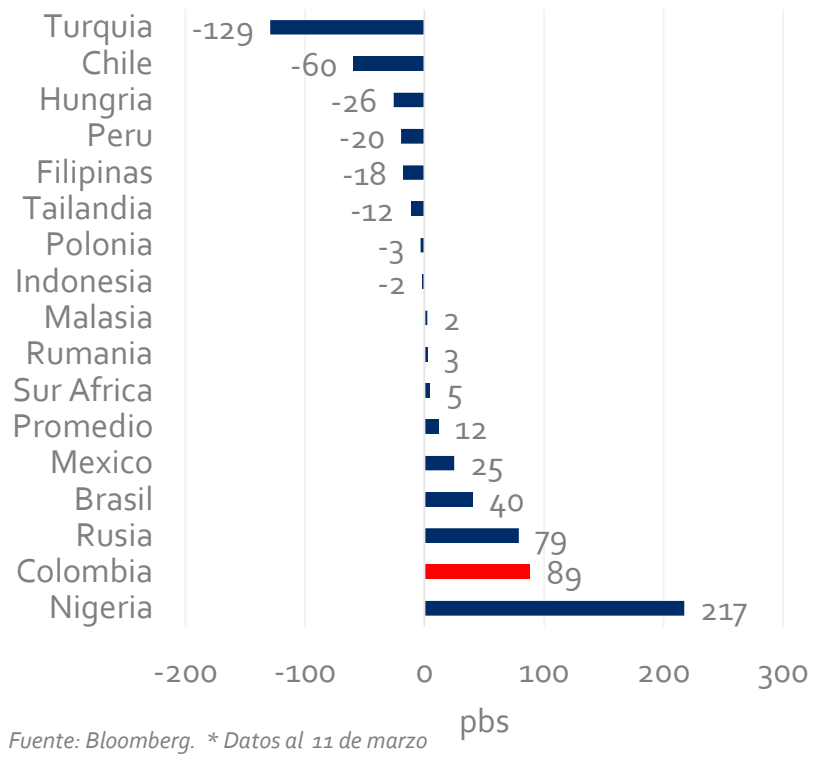
Por la reducción de flujos a emergentes y el mayor nivel de riesgo país (CDS), los bonos soberanos se han desvalorizado en lo corrido del mes de marzo. Nigeria y Colombia son los países emergentes con mayores desvalorizaciones.

Variación al 28 de febrero 2020 de la tasa de los bonos soberanos a 5 años de países emergentes



Fuente: Bloomberg.

Variación en marzo de la tasa de los bonos soberanos a 5 años de países emergentes



Fuente: Bloomberg. * Datos al 11 de marzo

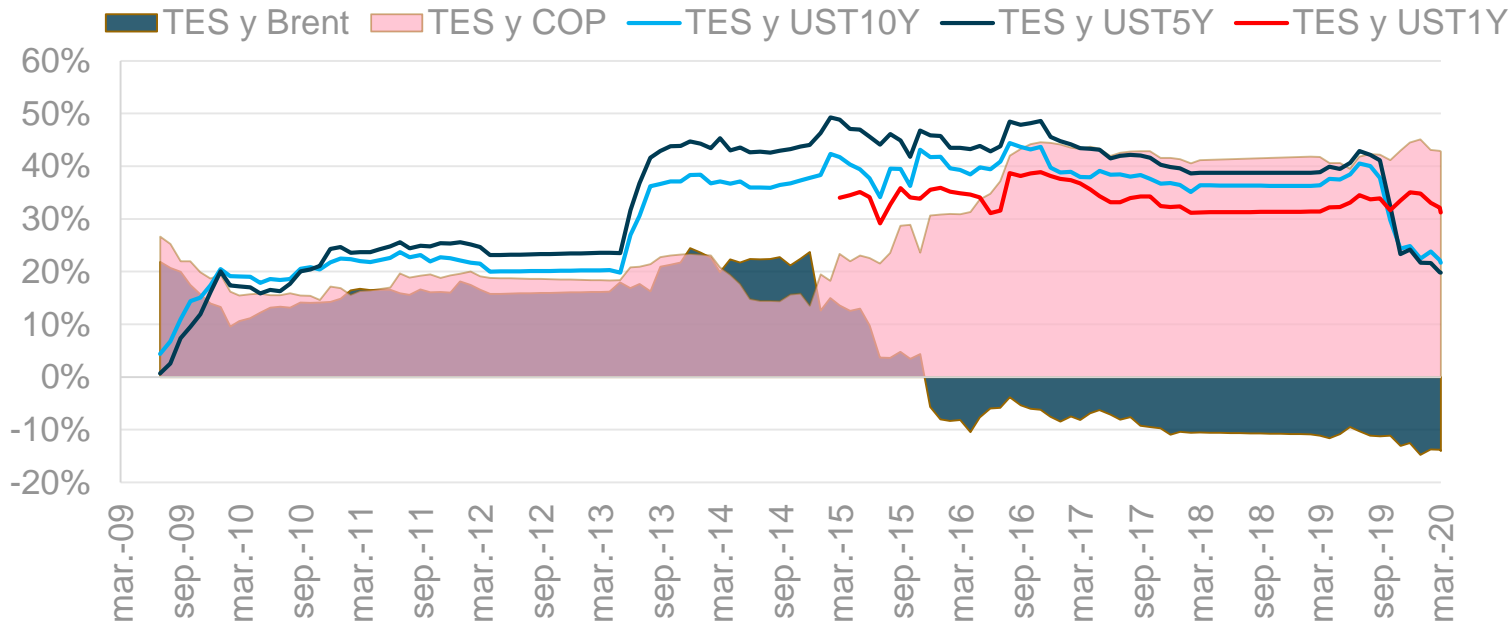
1. Liquidez internacional

2. Contexto local

Movimientos de tasas de Tesoros en diferentes plazos tienen menor incidencia: Las tasas locales están respondiendo en menor medida a los Tesoros de EEUU. Se vuelve a dar correlación con tipo de cambio y con precio del petróleo Brent.

Movimientos a la baja en el precio del petróleo explican en mayor medida el incremento de las tasas de los TES (desvalorización).

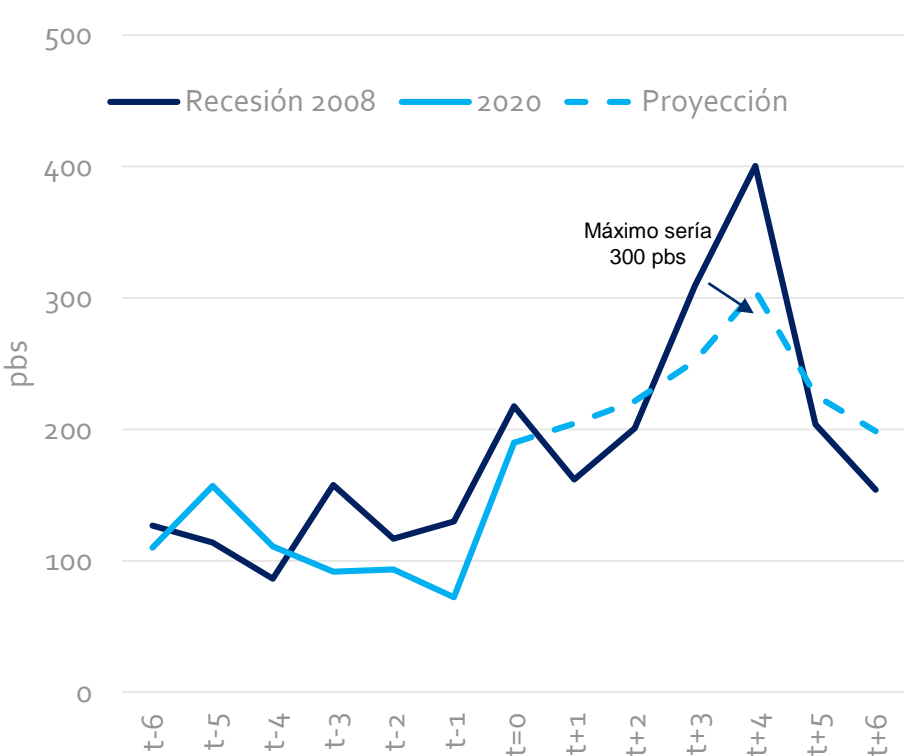
Correlación de TES genérico de 5 años con otros activos



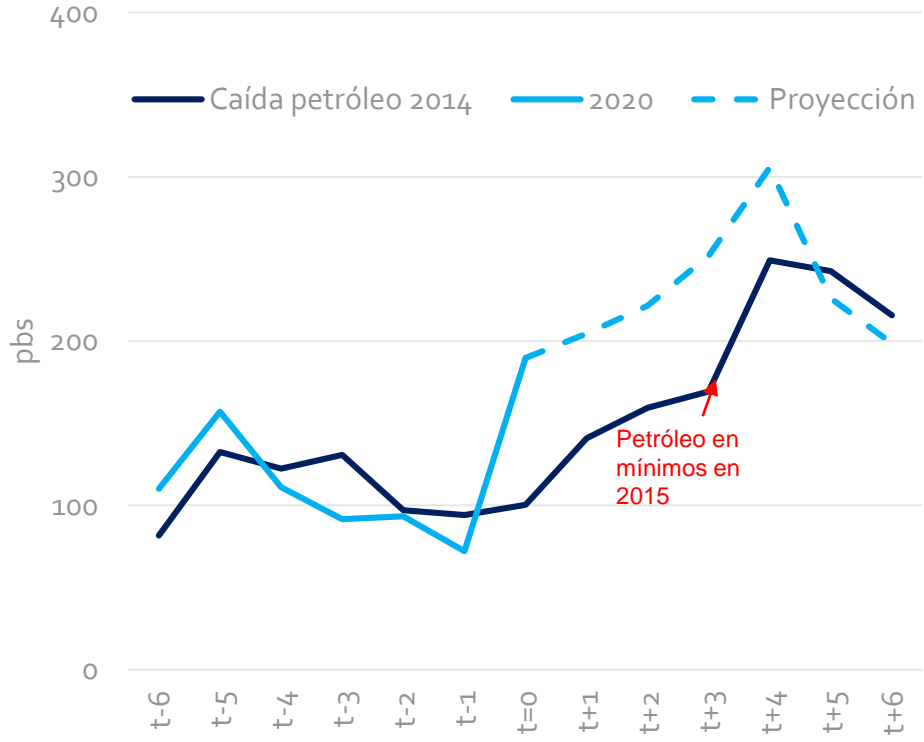
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corfic Colombiana.

El nivel de riesgo país de Colombia se ha incrementado de manera significativa, reflejando un efecto combinado de lo observado en choques de 2008 y de 2014 (desaceleración mundial + choque petrolero)

Comportamiento CDS 5 años Colombia durante recesiones



Comportamiento CDS 5 años Colombia durante recesiones



t=0, periodo de inicio de crisis. Cada incremento equivale a un trimestre

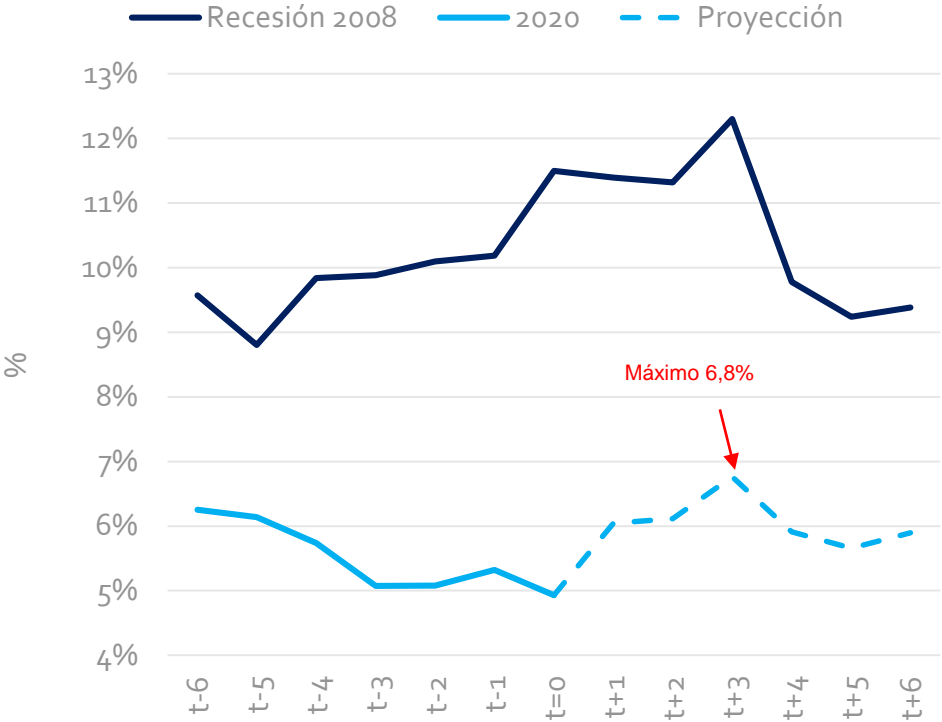
Fuente: Bloomberg, Cálculos y Proyecciones Corficolombiana

Comparando con recesiones anteriores se pueden esperar mayores incrementos en la prima de riesgo país alcanzando máximos de 300 pbs en el CDS de 5 años Colombiano.

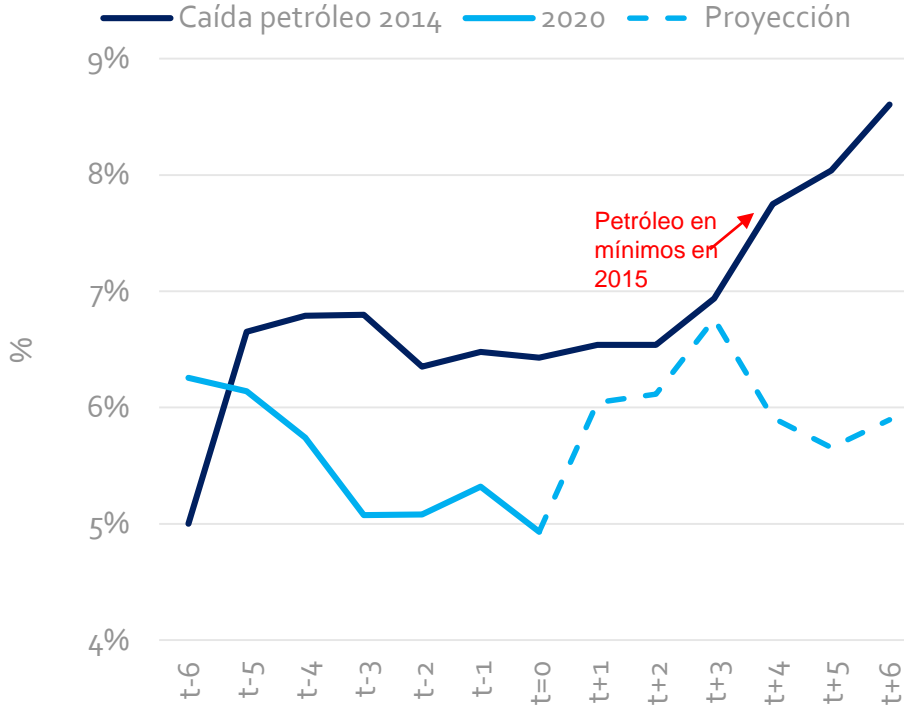
Ante la presión de choque sobre la economía actual, teniendo precedentes los choques de 2008 y de 2014, se pueden esperar que las tasas de los TES de referencia 2024 alcancen niveles de 6,60%.

En el mes de marzo esta referencia se ha desvalorizado 110 pbs, pero todavía faltaría desvalorización, es previsible un choque de hasta 180 pbs.

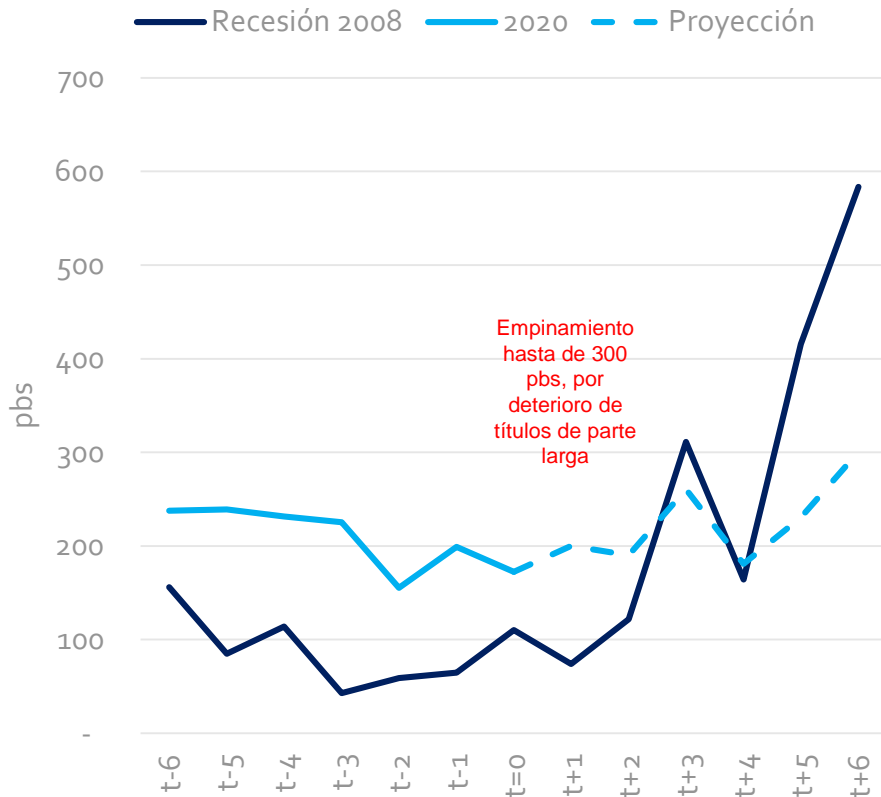
Comportamiento Tasa nominal TES 5 años Colombia durante recesiones



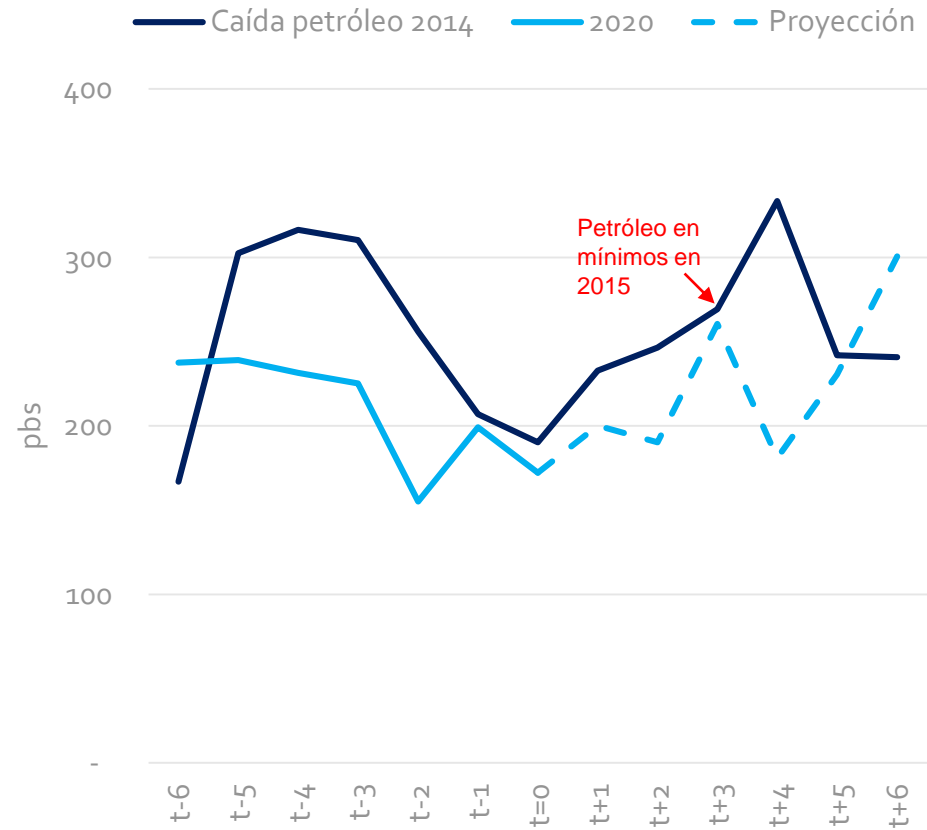
Comportamiento Tasa nominal TES 5 años Colombia durante recesiones



Comportamiento pendiente curva de rendimientos durante recesiones



Comportamiento pendiente curva de rendimientos durante recesiones

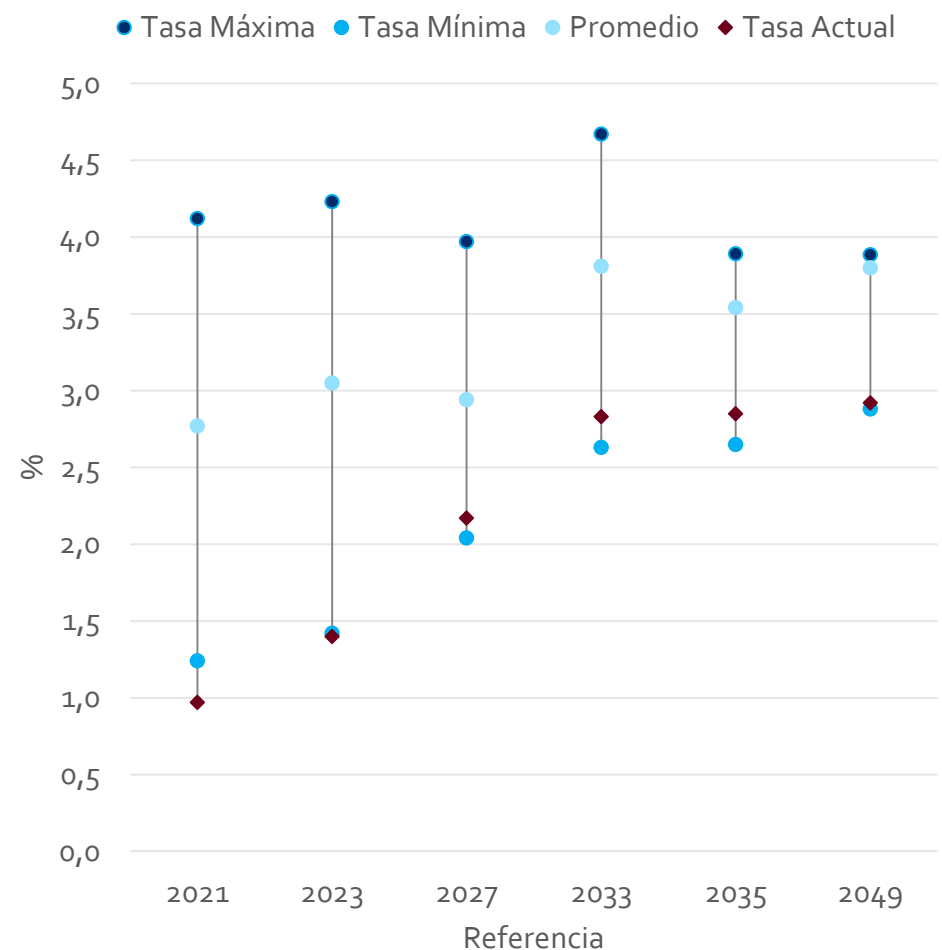
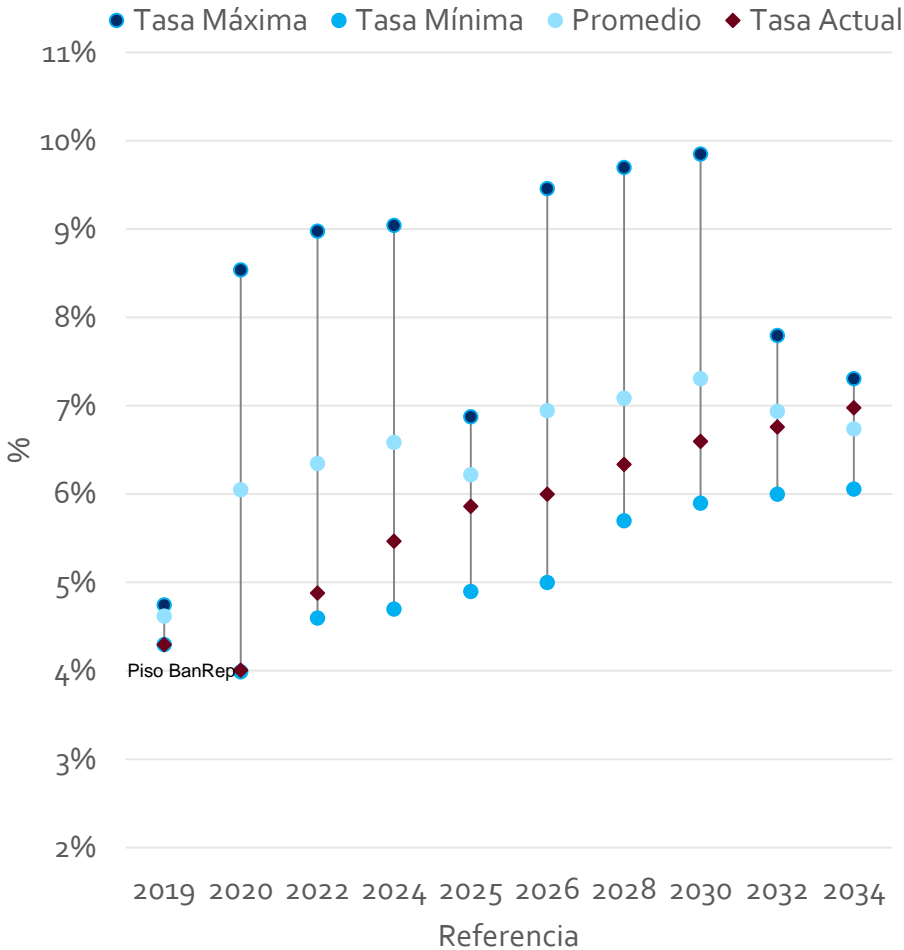


Considerando que el escenario base de política monetaria de nosotros prevé estabilidad de tasas del BanRep, la curva de rendimientos presentará un empinamiento, marcado por el deterioro de los títulos de la parte larga, de manera similar pero inferior al 2008.

Ante la fuerza del choque actual sobre la economía, teniendo precedentes los escenarios de 2008 y de 2014 (desaceleración mundial + choque petrolero), se pueden esperar que las tasas de los TES alcancen niveles de estrés, teniendo como techo los máximos desde 2012.

Comportamiento TES tasa fija desde 2012

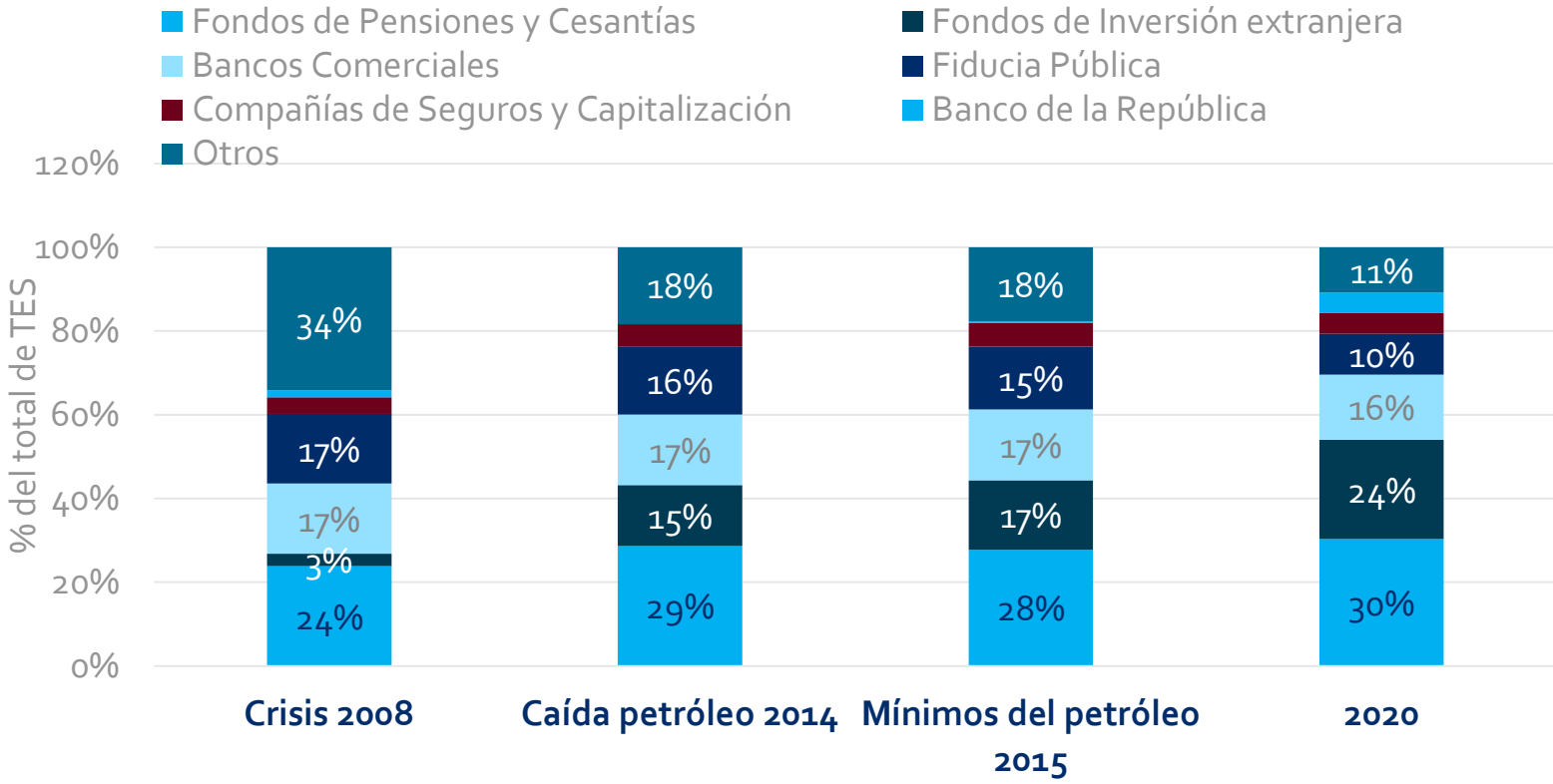
Comportamiento TES tasa UVR desde 2012



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Inversionistas extranjeros hoy pesan 24% en tenencia de TES vs 18% en 2014, lo que indica una vulnerabilidad mayor ante eventuales salidas de capitales. Los agentes locales (AFPs, Bancos Comerciales y Fiducia Pública) hoy son más importantes para compensar ese impacto.

Principales Tenedores de TES



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

-Advertencia-

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente telefónicamente o a través de este medio.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana S.A. no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, confiabilidad, veracidad, integridad de la información obtenida de fuentes públicas. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

La información contenida en el presente documento fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera o necesidades individuales, por consiguiente, ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción.

Corficolombiana S.A. no asume responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

El analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas para realizar la recomendación, y en consecuencia las mismas reflejan su opinión personal. El analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.

Información relevante

Algún o algunos miembros del equipo de Investigaciones Económicas poseen inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales tiene inversiones en activos emitidos por algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o sus filiales.

Las acciones de Corficolombiana S.A. se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de la Corporación.

Corficolombiana S.A. hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Grupo Aval o alguna de sus filiales.