

INFORME DE RENTA FIJA: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y MERCADO DE DEUDA

Tasas en mínimos, pero no más abajo

24 de octubre de 2019

Ana Vera Nieto

Especialista de Renta Fija

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

maria.contreras@corficolombiana.com

Mensajes principales

1. La economía colombiana ha sustentado su recuperación en la demanda interna; particularmente el consumo privado fue el principal motor de crecimiento en 1S19. Aunque la economía sigue por debajo de su potencial, la posición de Colombia relativa al contexto regional es positiva.
2. Entre febrero y julio la inflación anual se aceleró de 3.0% a 3.8%, principalmente por un choque de oferta en alimentos; en los últimos tres meses se ha mantenido relativamente estable alrededor de 3.8%. Ese efecto inflacionario debería ceder pronto, pero el *pass-through* de la devaluación seguirá generando presiones moderadas al alza sobre la inflación en los próximos meses.
3. El balance de riesgos sugiere que BanRep mantendrá estable la tasa repo en 4.25% durante varios meses más.
4. A nivel global, las expectativas de varios recortes de tasas de la Reserva Federal en EEUU y mayor estímulo monetario en Europa impulsaron un *rally* de renta fija global. En Colombia, los rendimientos de algunas referencias de TES alcanzaron en julio niveles mínimos de los últimos 6 años.
5. Sin embargo, los temores de una desaceleración global y una recesión en EEUU están motivando la salida de capitales desde países emergentes. La evidencia indica que los flujos de inversión hacia estos mercados tienden a ser pro-cíclicos (Raddatz y Schmukeler, 2012), pues los fondos reducen la exposición a otros países cuando se deterioran las condiciones de su casa.
6. A pesar de esta coyuntura, Colombia mantiene un riesgo-retorno bajo que resulta atractivo para diversificar portafolios internacionales. En septiembre, y lo que lleva de octubre volvió el apetito por referencias de largo plazo (2030, 2032 y 2034) y la participación de extranjeros en bonos en dólares se mantiene elevada.

Mensajes principales

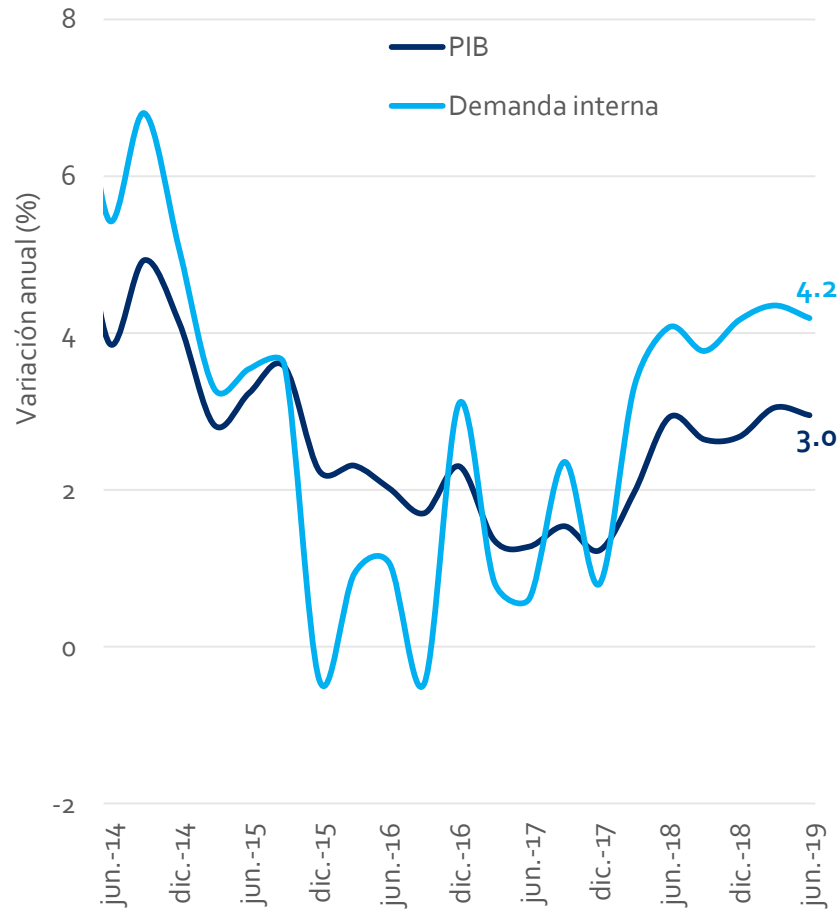
7. Hacia futuro, el deterioro en la actividad económica mundial y el creciente número de bonos con tasas reales negativas limitarán las compras de administradores de portafolio y aumentarán la preferencia por caja/liquidez.
8. **Para lo que resta de 2019, esperamos que las tasas de los TES continúen en un canal lateral con rango entre 15-20 pbs sobre los niveles pivote, en donde podrían registrarse mínimos como los alcanzados tras el rally de 2T19, pero no más abajo.** Las tasas de mediano plazo se mantendrían relativamente estables, en la medida que el *spread* internacional y la estacionalidad de la tasa real compensan la inflación.
9. Con la tasa repo estable, vemos un espacio limitado de valorizaciones. **Consideramos que los TES tasa fija de largo plazo y los TES UVR de corto plazo inmunizan el portafolio ante incertidumbre por tasas de interés mundiales.**
10. Las operaciones de manejo de deuda del Gobierno pueden afectar la rentabilidad de los TES de la parte larga de la curva de manera transitoria, pero no implica riesgo de desvalorizaciones en dichas referencias, donde vemos espacio de valor.
11. Los resultados de las operaciones de canje recientes fueron positivos y reflejan el manejo eficiente de las opciones financieras del Gobierno; **esperamos que se lleve a cabo una operación adicional de canje en TES tasa fija**, de manera que durante el 2019 el Gobierno siga beneficiándose del bajo costo de fondeo a largo plazo y la baja percepción de riesgo país, a pesar de la incertidumbre que pueda generar la coyuntura política en Latinoamérica y el trámite de la Reforma Tributaria.

1. Perspectiva Macroeconómica

2. Mercado de Deuda

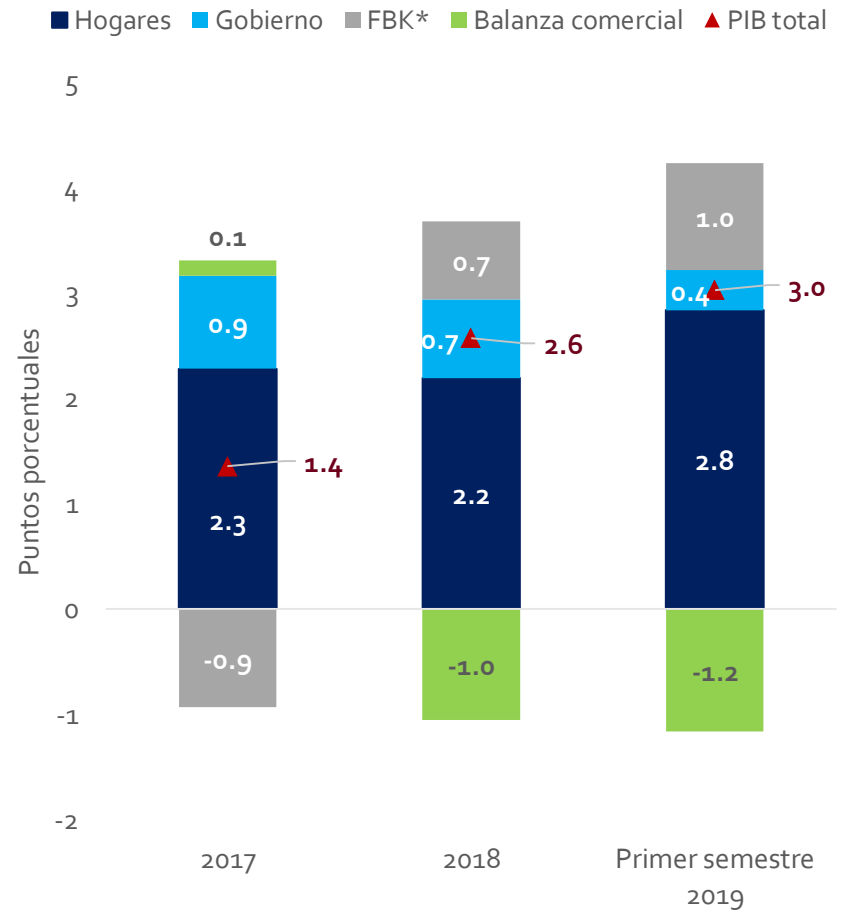
La economía colombiana ha acelerado su ritmo de crecimiento apalancada en la demanda interna.

PIB vs Demanda Interna



Fuente: DANE.

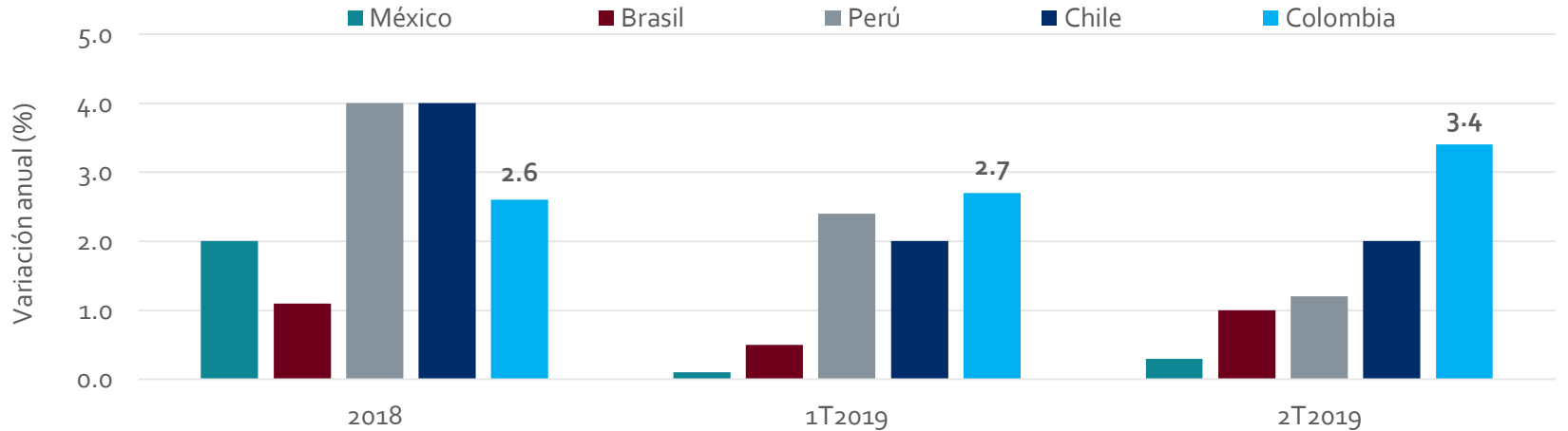
Contribución al crecimiento - Demanda



Fuente: DANE. Cálculos Corfic Colombiana.

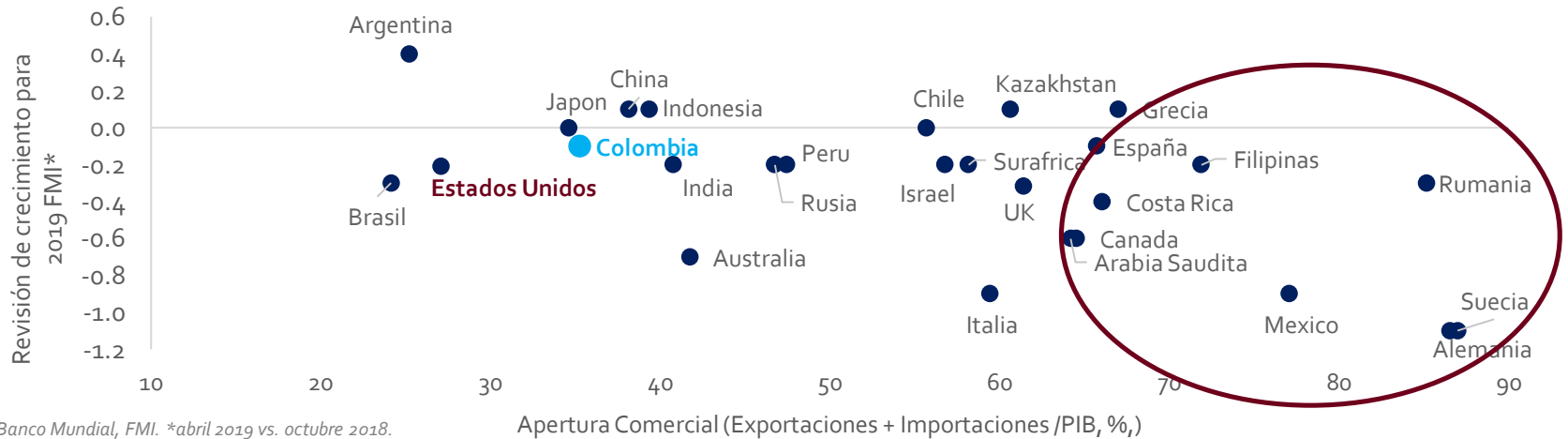
Colombia se destaca en la región. Las perspectivas de crecimiento han empeorado para las economías más abiertas debido a la guerra comercial.

PIB anual países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

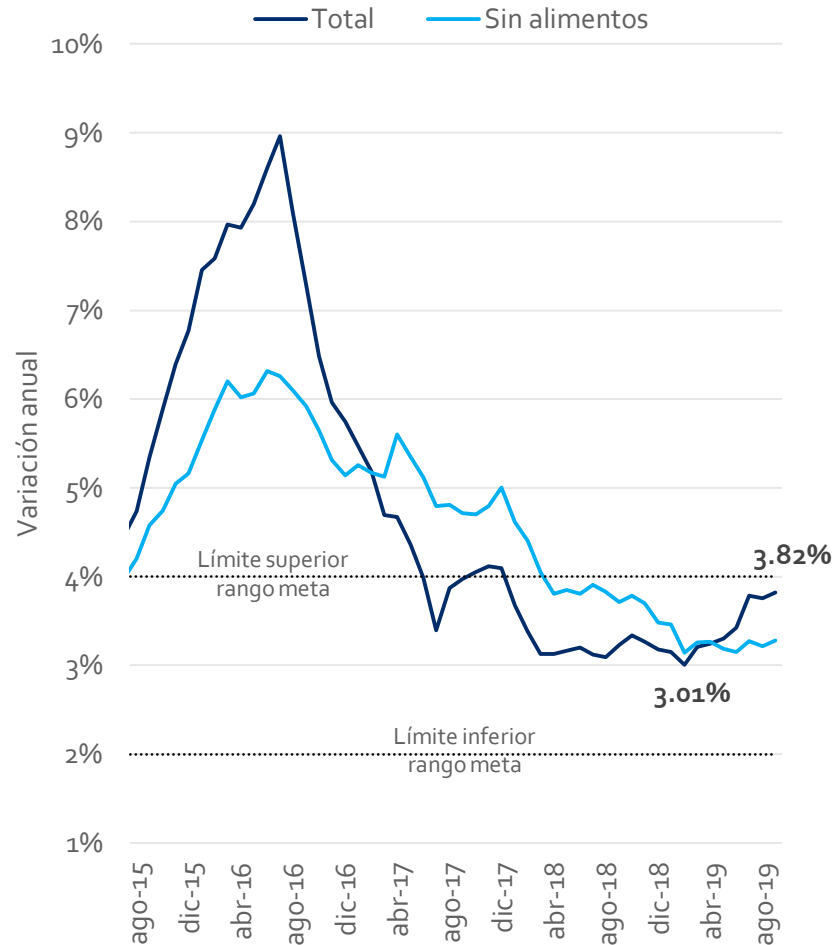
Revisiones pronósticos de crecimiento mundial



Fuente: Banco Mundial, FMI. *abril 2019 vs. octubre 2018.

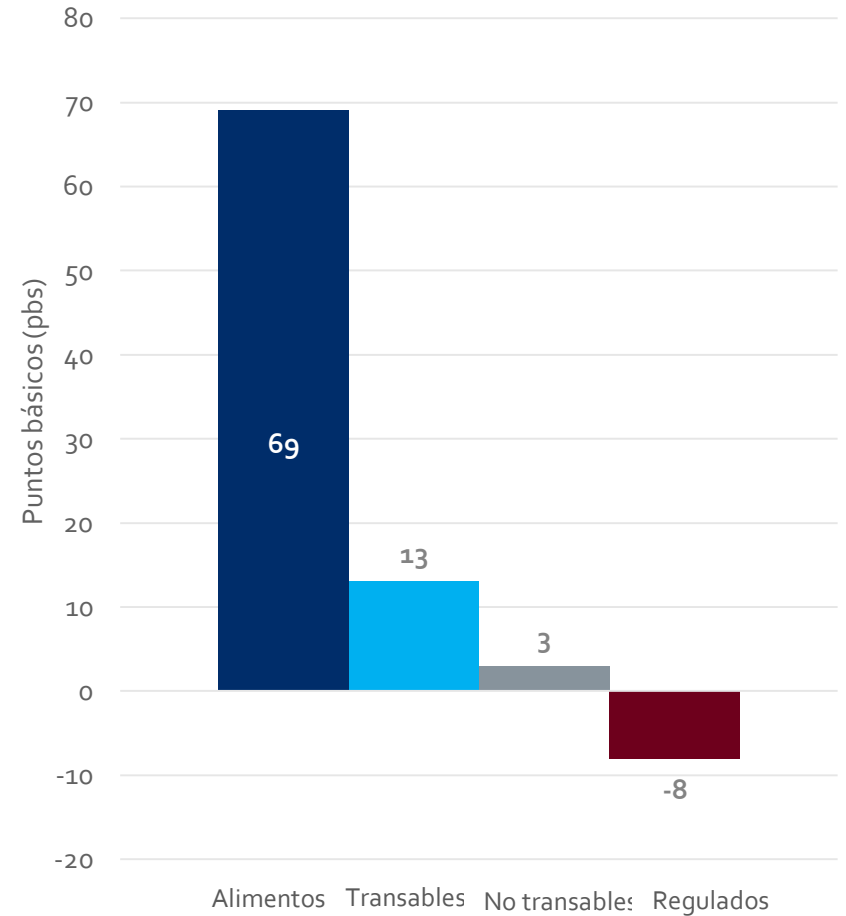
En los últimos 3 meses la inflación se ha mantenido estable alrededor de 3.8%, cerca del límite superior del rango meta. Alimentos ha sido el principal causante del alza reciente.

Inflación anual



Fuente: DANE. BanRep.

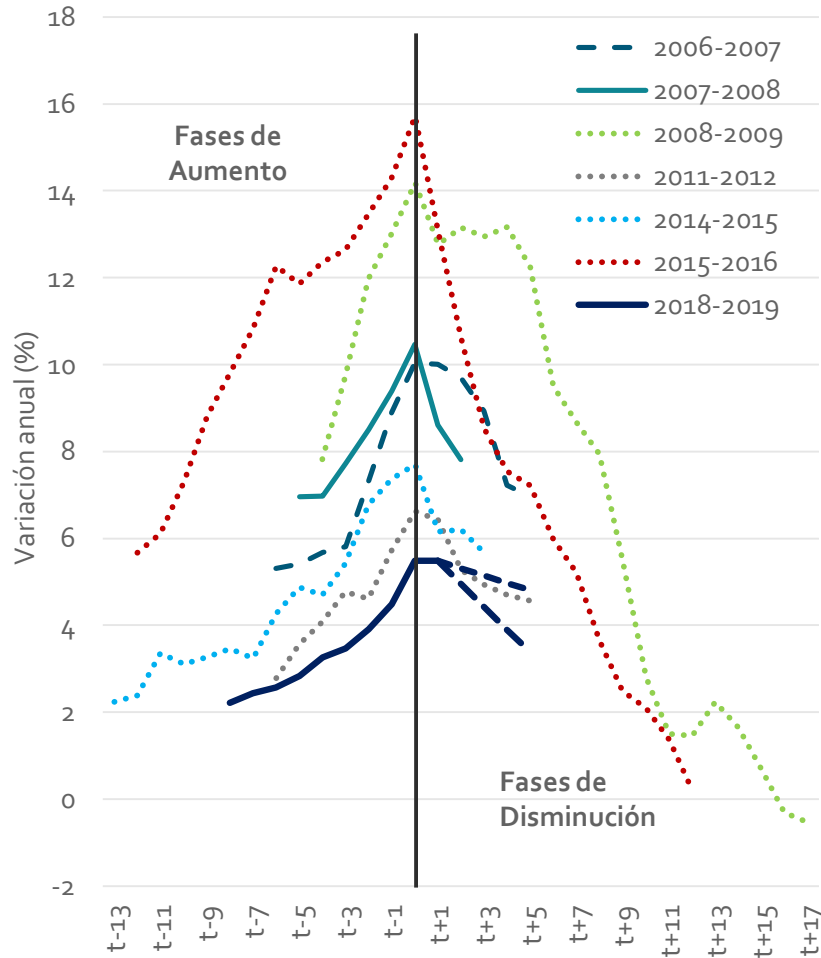
Cambio en la inflación por componente (feb-sep)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

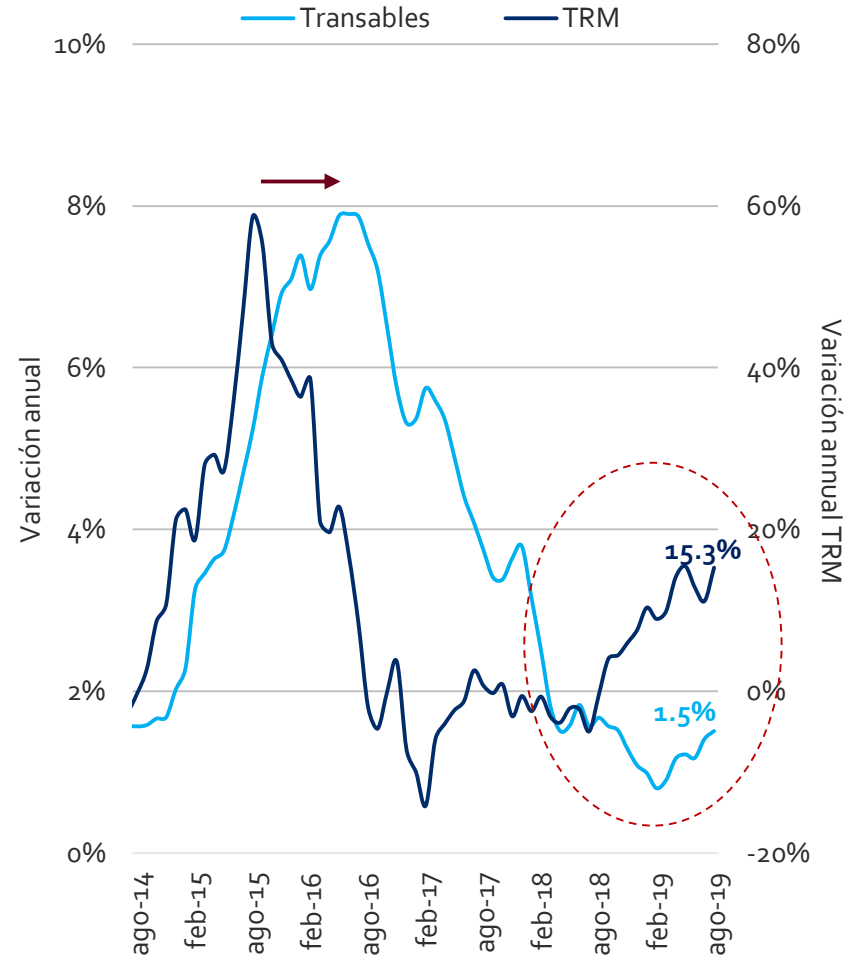
La presión inflacionaria de alimentos debería ceder pronto, pero el *pass-through* seguirá generando presiones al alza sobre la canasta transable en los próximos meses.

Ciclos de la inflación de alimentos desde 2005



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

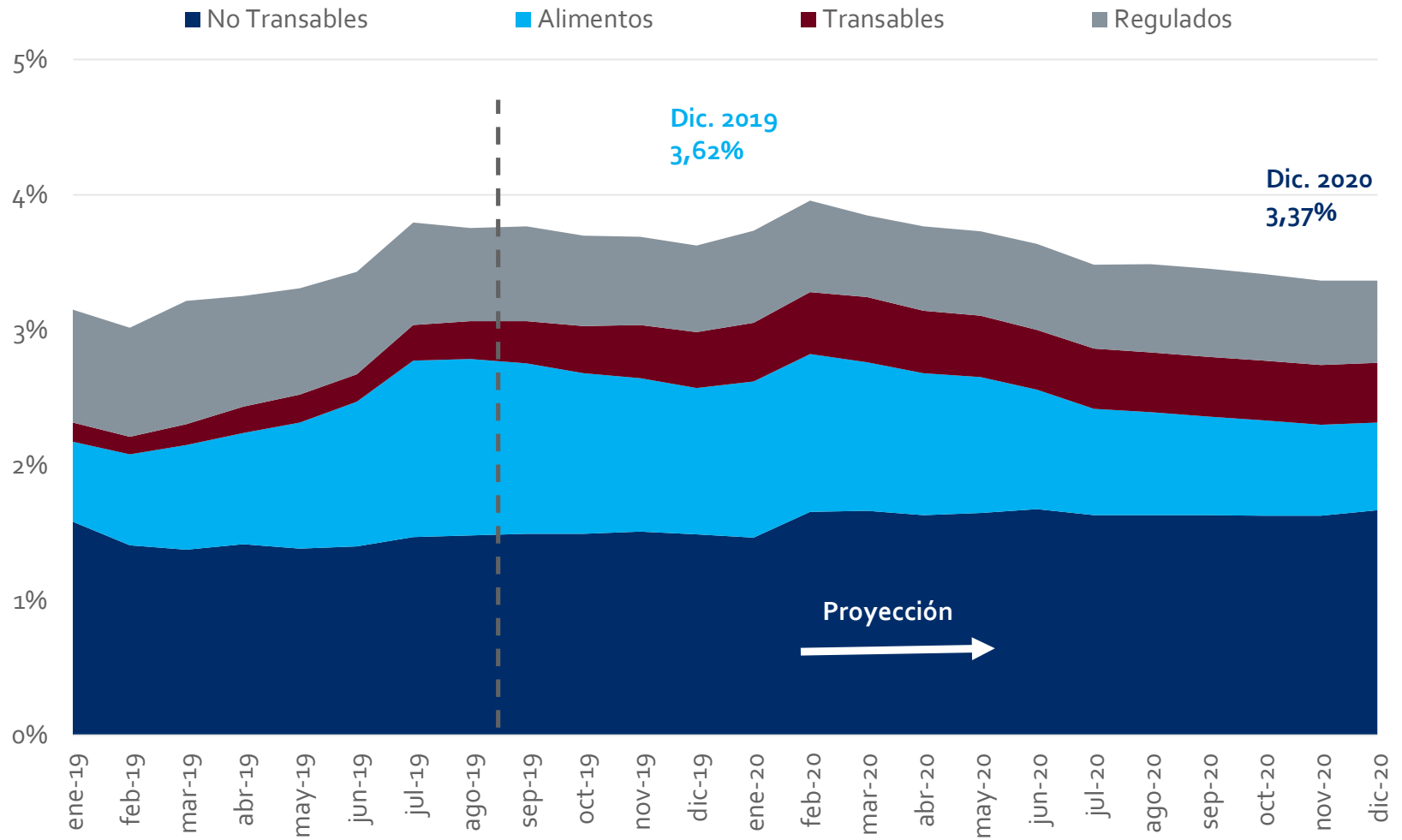
IPC de transables y TRM



Fuente: DANE. BanRep

Esperamos que la inflación se ubique alrededor de 3.6% al cierre de 2019, aunque con sesgo al alza. En 2020 convergería hacia 3.4%.

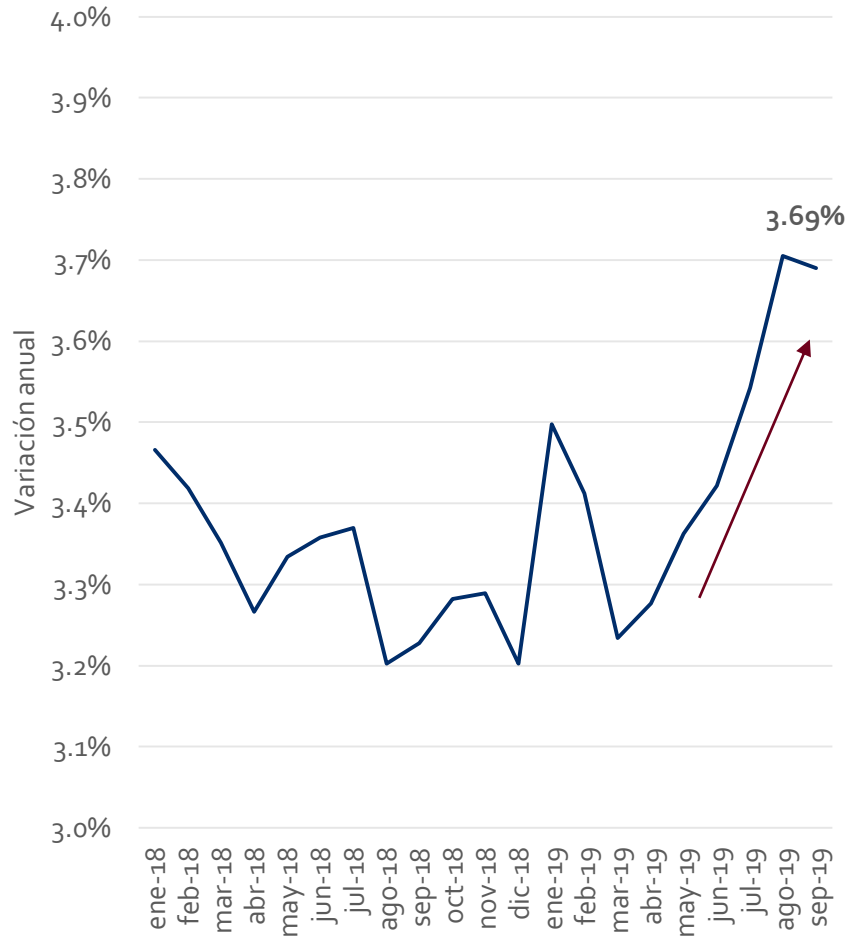
Descomposición de la inflación observada y pronóstico



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

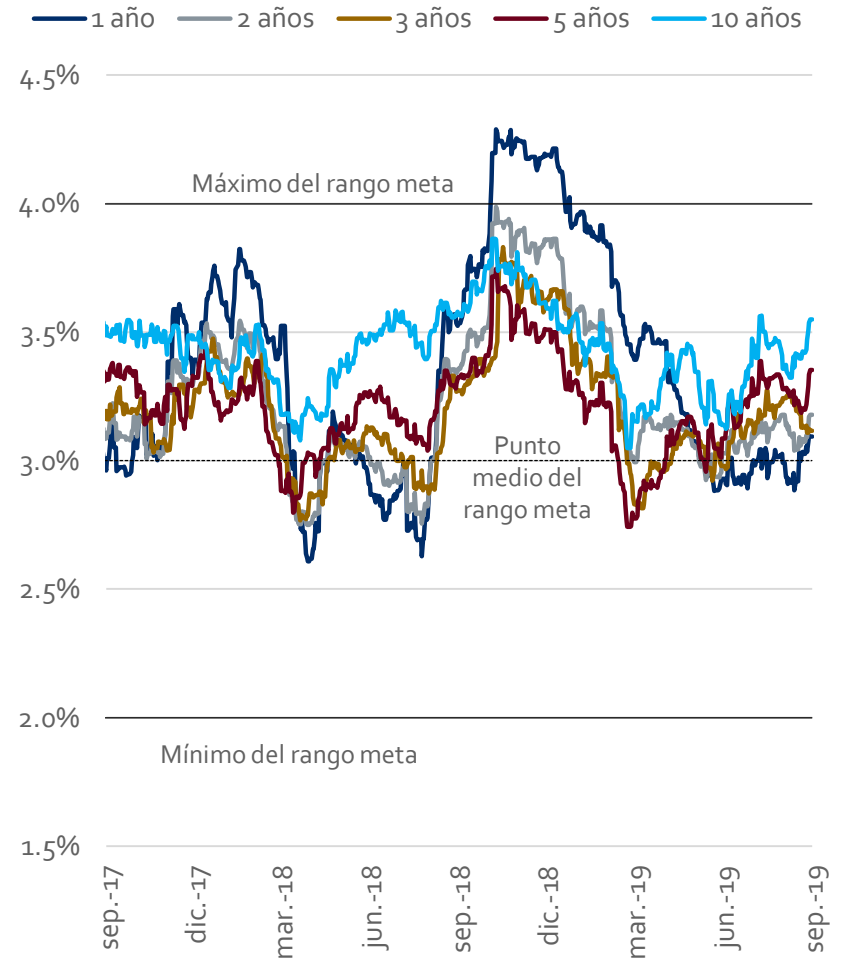
Las recientes presiones inflacionarias se tradujeron en un incremento de las expectativas de los agentes, aunque permanecen dentro del rango meta.

Expectativas de inflación de los agentes para dic-2019



Fuente: BanRep.

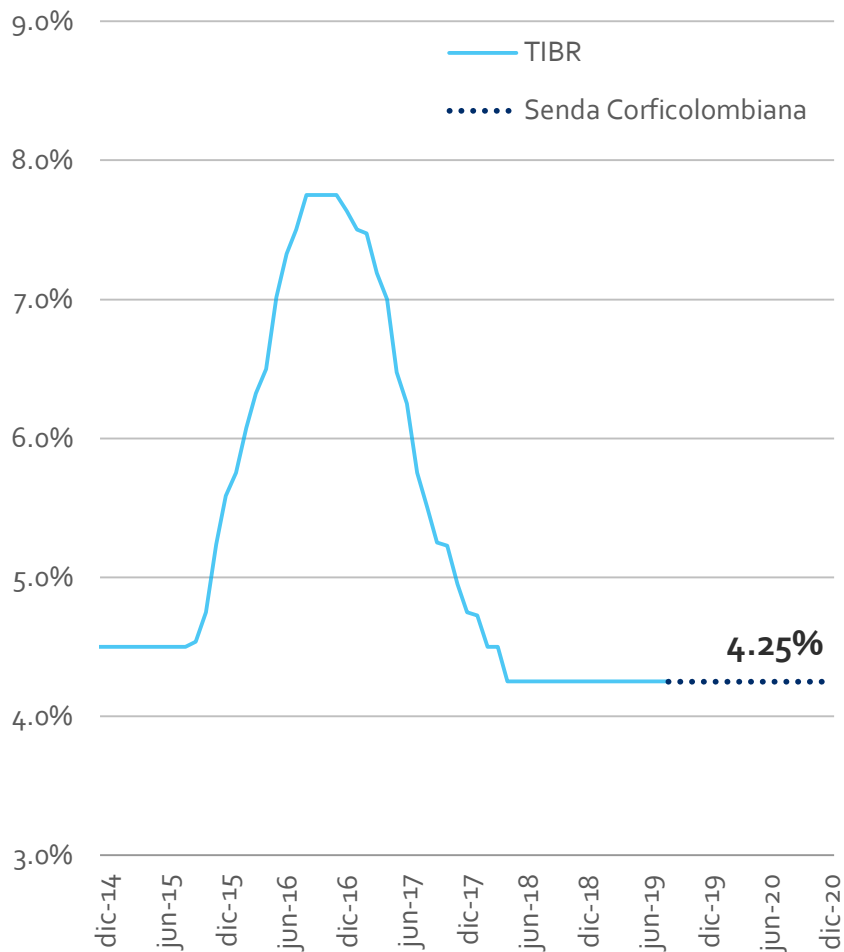
Inflaciones implícitas



Fuente: DANE. BanRep

El balance de riesgos sugiere que BanRep mantendrá estable la tasa repo en 4.25% durante varios meses más.

Tasa repo BanRep



Fuente: DANE, BanRep

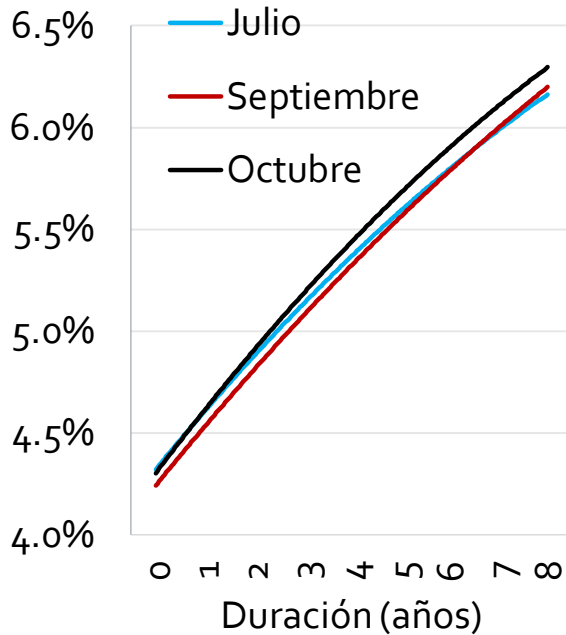
- El proceso inflacionario reciente parece haber llegado a su fin en agosto, acotando el aumento de las expectativas de los agentes y aliviando las presiones sobre las decisiones de política monetaria referentes a futuros aumentos de la tasa repo en el corto plazo.
- Los resultados del PIB de 2T19 sorprendieron positivamente al equipo técnico de BanRep, despejando parte de las dudas sobre la salud de la economía local y la necesidad de un estímulo adicional por parte de la política monetaria.

1. Perspectiva Macroeconómica

2. Mercado de Deuda

A nivel global, las expectativas de varios recortes de tasas de la Reserva Federal en EEUU y mayor estímulo monetario en Europa impulsaron un rally de renta fija global. En Colombia, los rendimientos de algunas referencias de TES alcanzaron en julio niveles mínimos de los últimos 6 años.

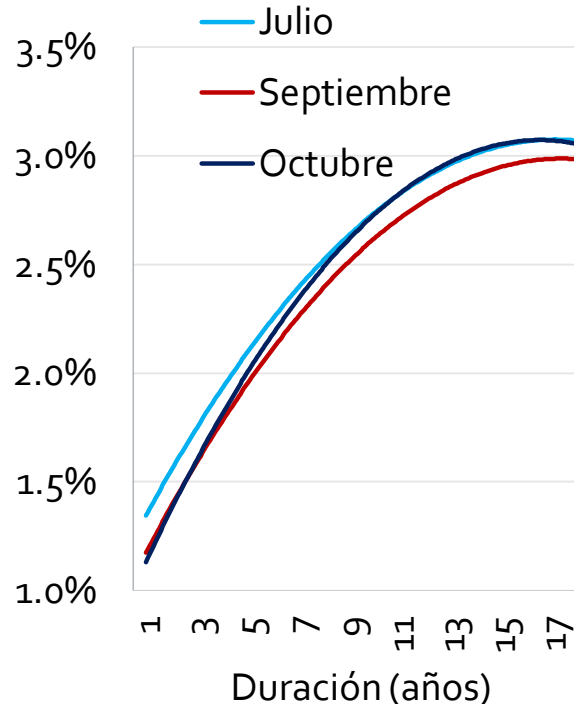
TES Tasa Fija



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Tasa de títulos tasa fija están 10 pbs en promedio por encima de los niveles alcanzados en Julio del 2019

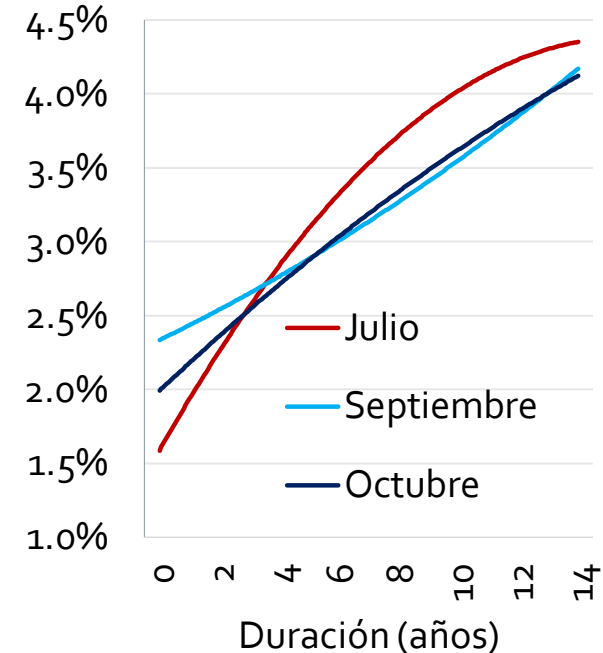
TES UVR



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Tasa de títulos en UVR están 10 pbs en promedio por debajo de los niveles alcanzados en Julio del 2019, gracias al reciente canje.

TES USD

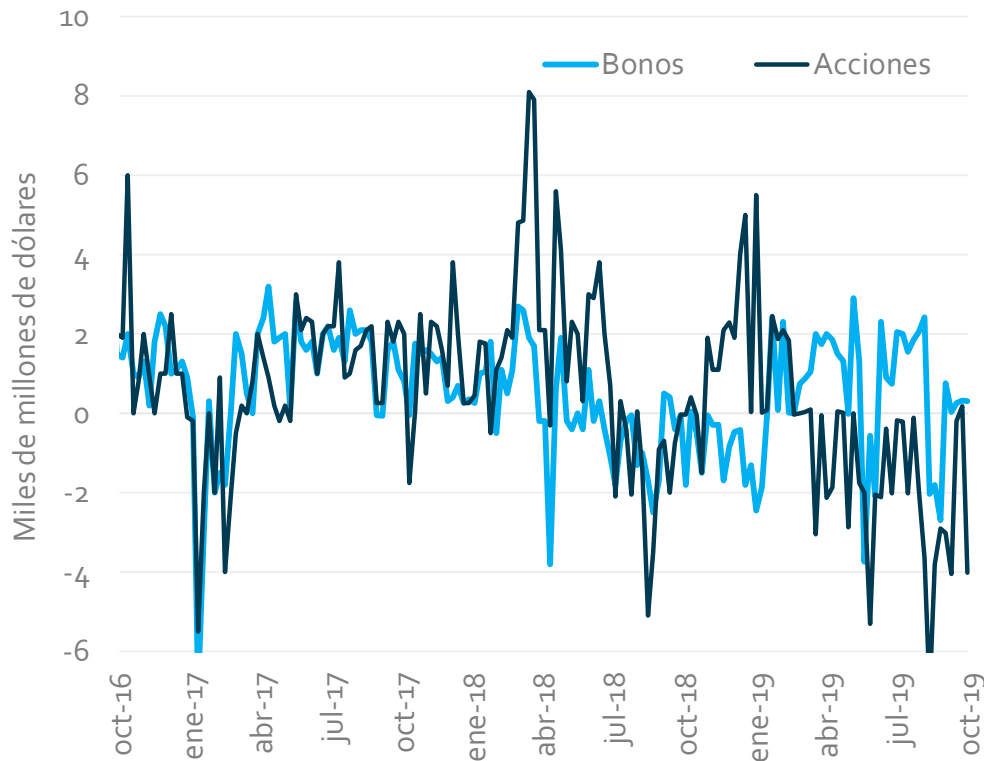


Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Tasa de títulos en dólares están 10 pbs en promedio por encima de los niveles alcanzados en Julio del 2019

Sin embargo, los temores de una desaceleración global y una recesión en EEUU están generando salidas de capitales desde países emergentes.

Flujos de fondos de inversión globales a bonos de economías emergentes

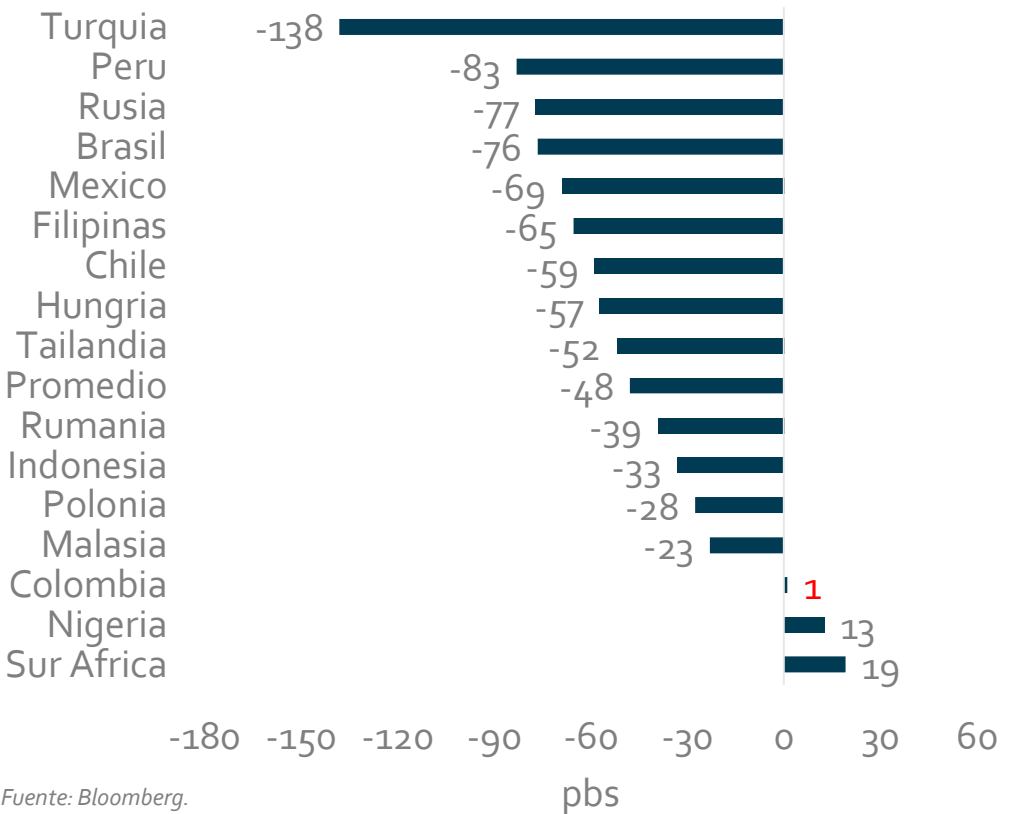


Fuente: Bloomberg

- Los flujos internacionales hacia emergentes tienden a ser pro-cíclicos (Raddatz y Schmukeler, 2012). Los fondos de inversión reducen la exposición a otros países cuando se deterioran las condiciones de su casa.
- Los flujos de inversión hacia países emergentes vienen disminuyendo como parte del nerviosismo internacional por la desaceleración mundial y temores de una recesión en EEUU.
- Se dan salidas en mayor medida en el mercado de acciones, pero el mercado de bonos viene reduciendo gradualmente el ritmo.

A pesar de la reducción de flujos a emergentes, los bonos soberanos se han valorizado. Colombia es el país, con grado de inversión que ha tenido menores ganancias.

Variación 2T19 a hoy de la tasa de los bonos soberanos a 10 años de países emergentes

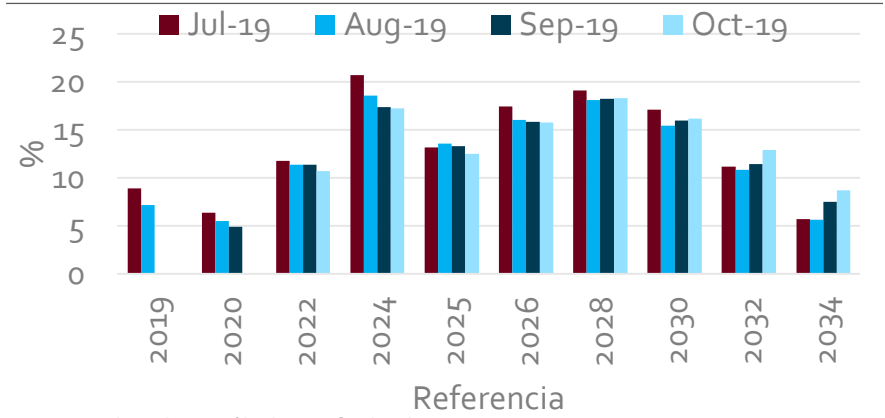


Fuente: Bloomberg.

- La incertidumbre asociada a la inclusión de China y la disminución en la participación de Colombia del índice de bonos de mercados emergentes de JP Morgan (GBI-EM) limitaron las ganancias.
- La perspectiva para Colombia se mantiene positiva, en la medida que el pasado 26 de septiembre otro de los principales índices de bonos a nivel mundial -el FTSE de Russell- no incluyó a China en la revisión anual de los países miembros.
- Los temores por posible escalamiento de tensiones comerciales favorecen a los tenedores extranjeros de bonos emergentes con mayor exposición a tenedores extranjeros.

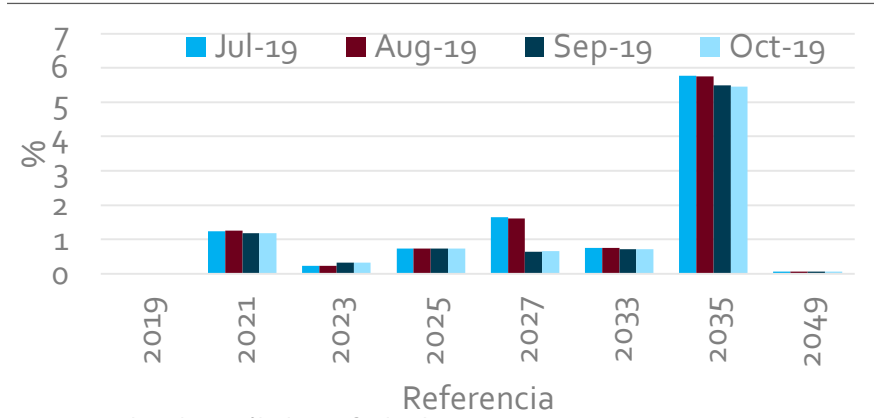
A pesar de esta coyuntura, Colombia mantiene un riesgo-retorno bajo que resulta atractivo para diversificar portafolios internacionales.

Participación tenedores extranjeros en TES Tasa fija



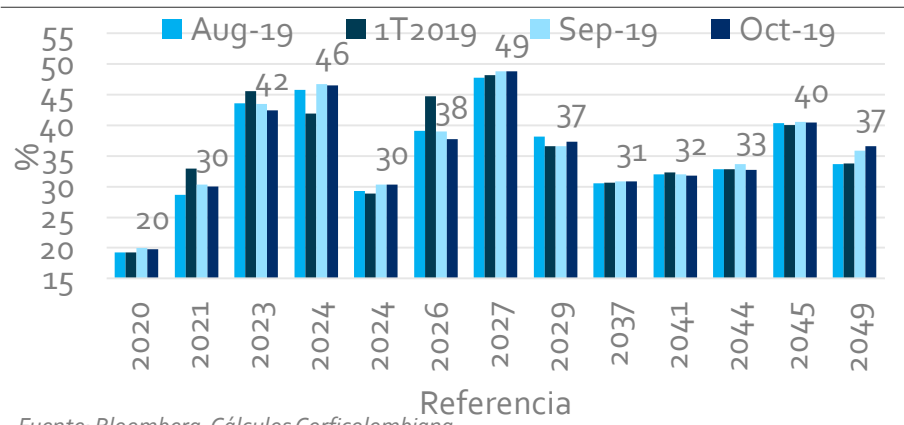
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corfic Colombiana

Participación tenedores extranjeros en TES UVR



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corfic Colombiana

Participación tenedores extranjeros en TES en dólares



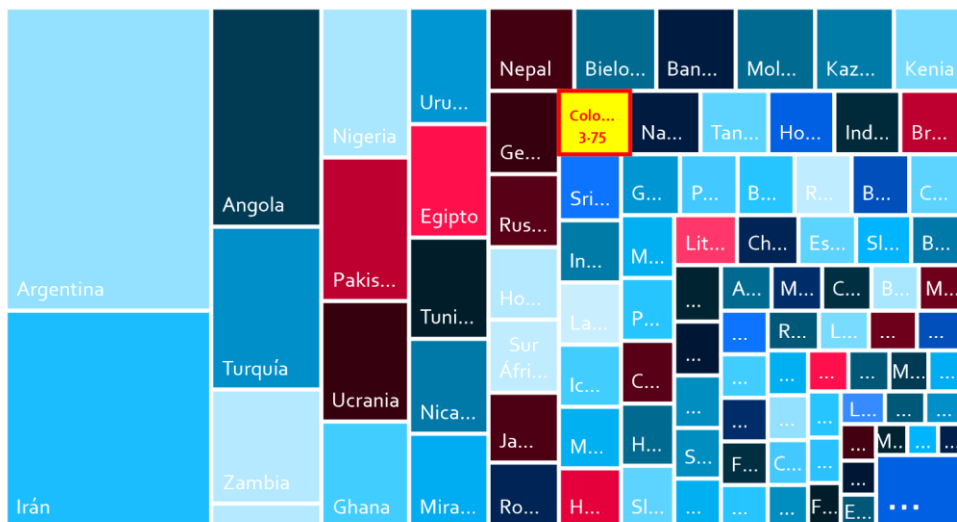
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corfic Colombiana

- En agosto, los inversionistas extranjeros liquidaron algunas posiciones en referencias como TES 2024, 2026 y 2030
- Sin embargo, en septiembre y lo que lleva de octubre se incrementaron las compras por referencias de largo plazo (2030, 2032 y 2034) y participación de extranjeros en TES UVR y bonos en dólares es estable.

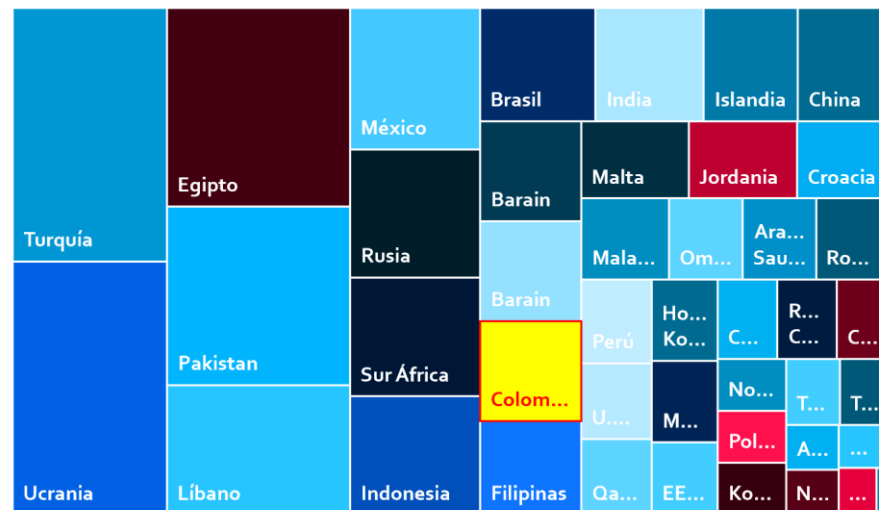
Tasas en mínimos, pero no más abajo

- Para lo que resta de 2019, esperamos que las tasas de los TES continúen en un canal lateral con rango entre 15-20 pbs sobre los niveles pivote, en donde podrían registrarse mínimos como los alcanzados tras el rally de 2T19, pero no más abajo.
- Las tasas de mediano plazo se mantendrían relativamente estables, en la medida que el spread internacional y la estacionalidad de la tasa real compensan la inflación.
- Colombia está entre los 20 países con mayor inflación, por encima de la inflación mundial ponderada que se ubica en 2.9%.
- Otros emergentes como México, Sur África, Brasil, Indonesia y Rusia tiene tasas de interés por encima de Colombia, lo que limita el *carry trade* hacia inversiones en el país.

Inflación por países a nivel Mundial

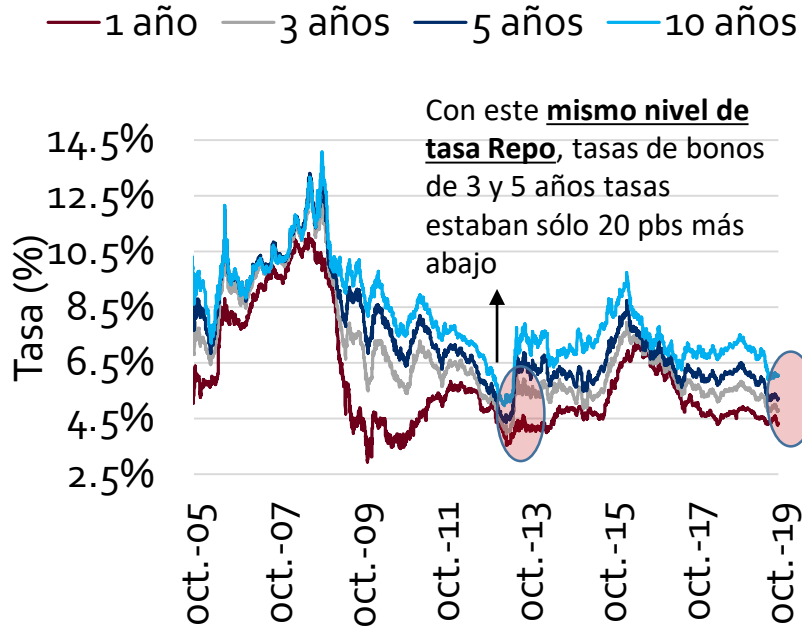


Tasas de Interés a nivel Mundial

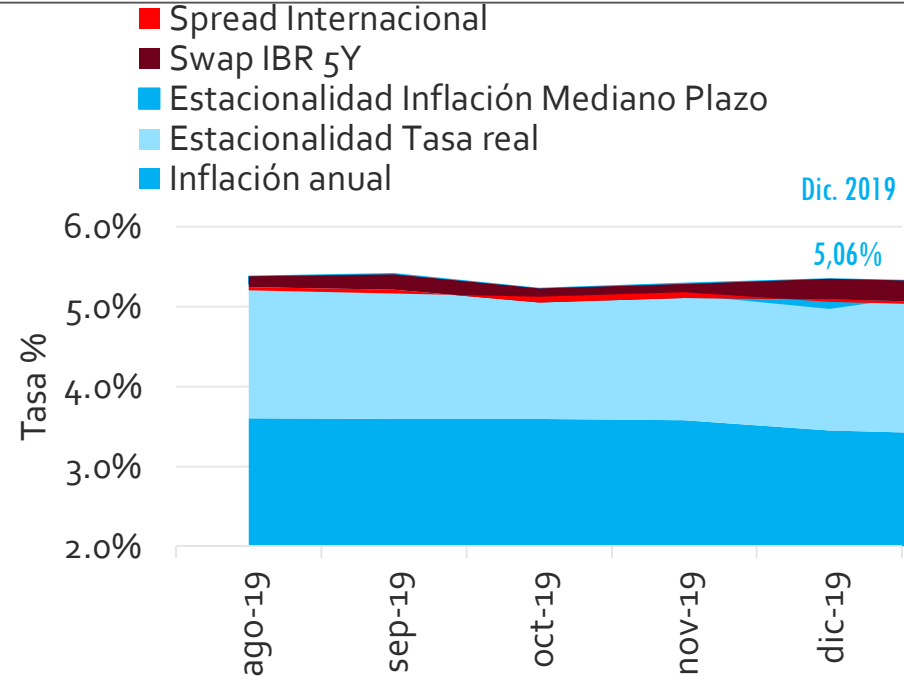


Para lo que resta de 2019, esperamos que las tasas de los TES continúen en un canal lateral con rango entre 15-20 pbs sobre los niveles pivote, en donde podrían registrarse mínimos como los alcanzados tras el *rally* de 2T19, pero no más abajo.

TESTASA FIJA- curva cero cupón



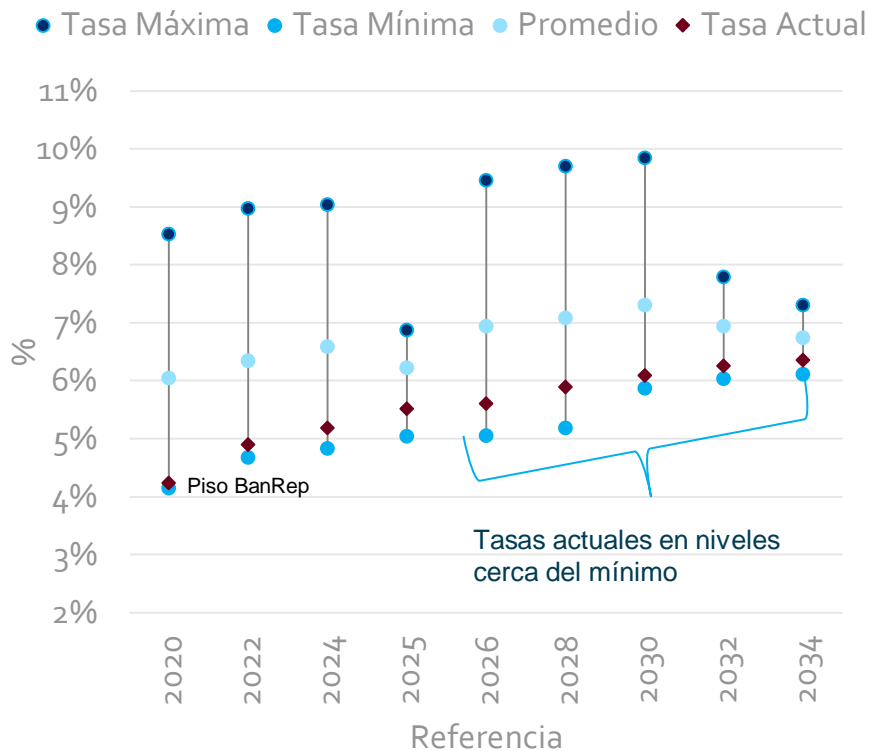
Componentes tasa TES mediano plazo



- Las tasas de mediano plazo se mantendrían relativamente estables, en la medida que el *spread* internacional y la estacionalidad de la tasa real compensan la inflación.
- Los niveles de tasa actual ya incorporan las valorizaciones del mercado global.

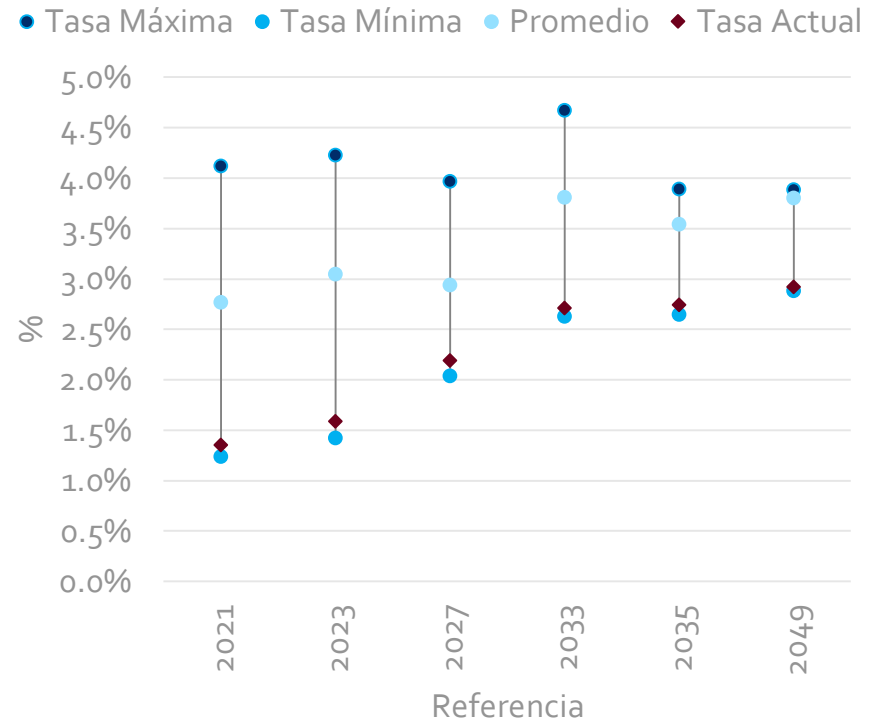
Con tasa repo estable, creemos que ya se llegó al nivel mínimo y hay espacio limitado de valorizaciones.

Comportamiento TES tasa fija Desde 2012



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corfic Colombiana

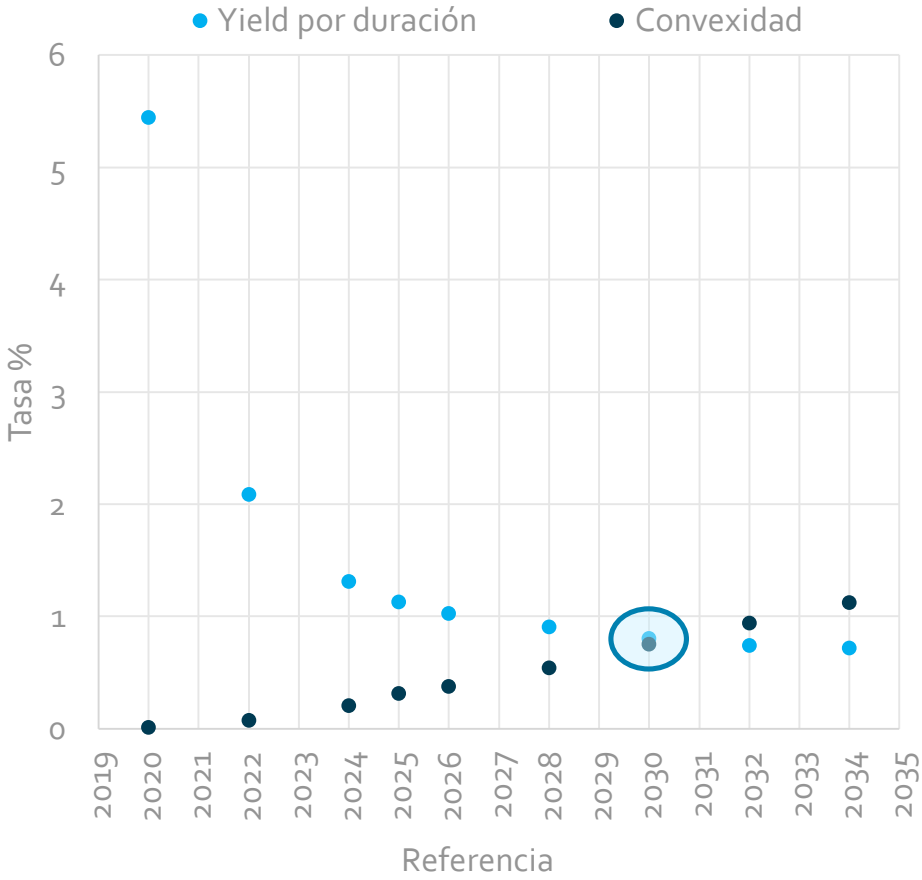
Comportamiento TES tasa UVR Desde 2012



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corfic Colombiana

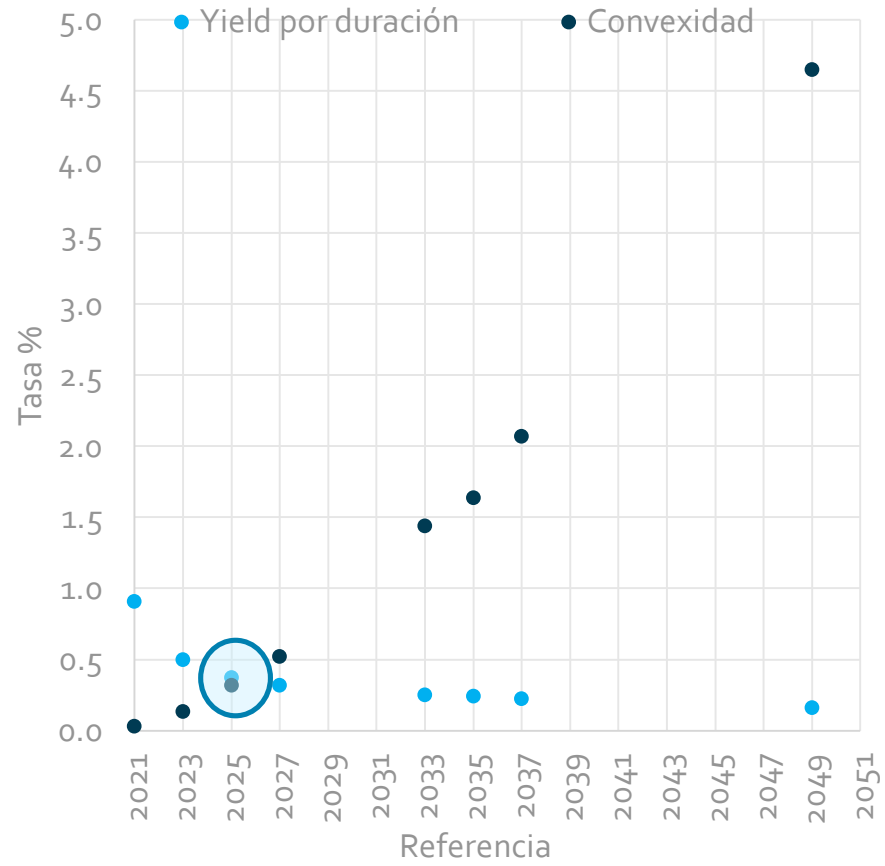
Los TES tasa fija de largo plazo y los TES UVR de corto plazo tienen mejor perspectiva en retorno por duración y riesgo (inmunizan el portafolio ante incertidumbre por tasas de interés mundiales).

Yield por duración y convexidad TES tasa fija



Fuente: Cálculos Corficolombiana

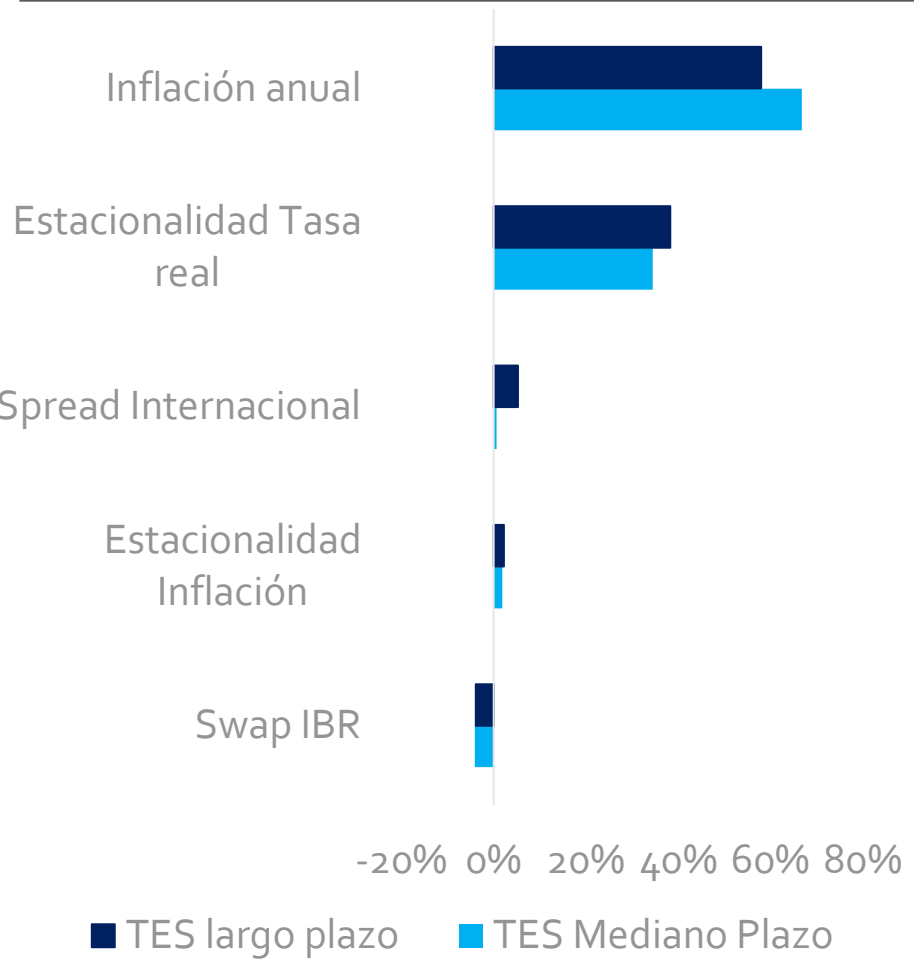
Yield por duración y convexidad TES UVR



Fuente: Cálculos Corficolombiana

Esperamos que las tasas cierren este año en niveles similares a las tasas actuales. Los títulos de largo plazo tendrían mayor volatilidad por incertidumbre internacional y operaciones de manejo de deuda a nivel local.

Participación componentes tasas TES



Riesgos al alza en nuestra estimación:

1. Movimientos de la FED que sugieran una posición menos expansionista. Probabilidad 5%.
2. Inflación superior al rango meta del BanRep. Probabilidad 5%
3. Incremento de tasas del BanRep de forma anticipada. Probabilidad 5%
4. Deterioro calificación crediticia por más de una agencia calificadora. Probabilidad 10%
5. Menor demanda por regulación (reforma pensional, Basilea 3)

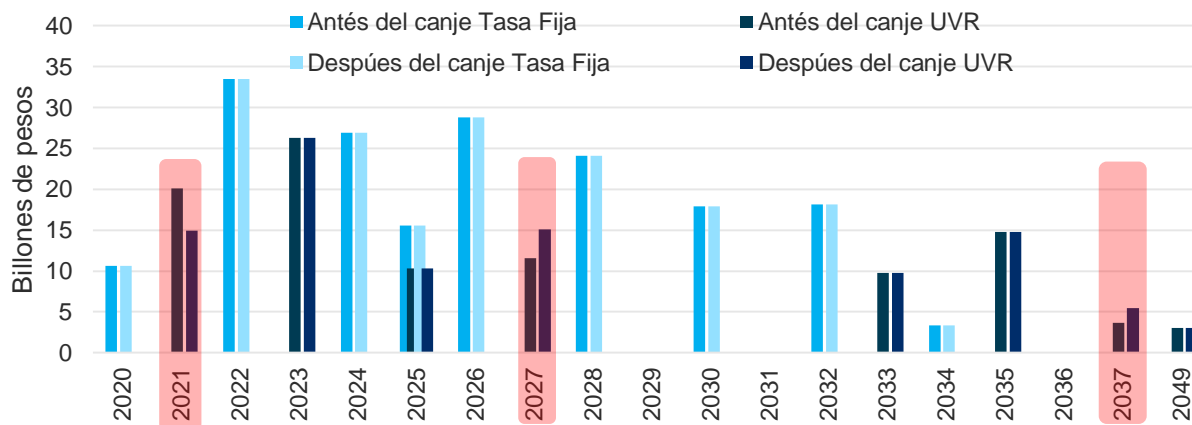
Los resultados recientes de las operaciones de canje, reflejan el manejo eficiente de las opciones de financieras del Gobierno. El resultado de la operación de manejo de deuda en TES UVR es la operación de mayor monto para este tipo de títulos, a pesar de un entorno de incertidumbre.

Resultados operación de manejo de deuda 22 de Octubre de 2019

	Cupón	Duración (años)	Tasa	Yield por duración	Convexidad	Nominal en billones de pesos	Valor Costo billones de pesos
TES recibidos							
UVR 2021	3.50%	1.35	1.24	0.93	1.18	4.96	5.22
TES entregados							
UVR 2027	3.30%	6.6	2.27	0.33	0.66	3.20	3.49
UVR 2037	3.75%	13	2.99	0.22	0	1.54	1.73

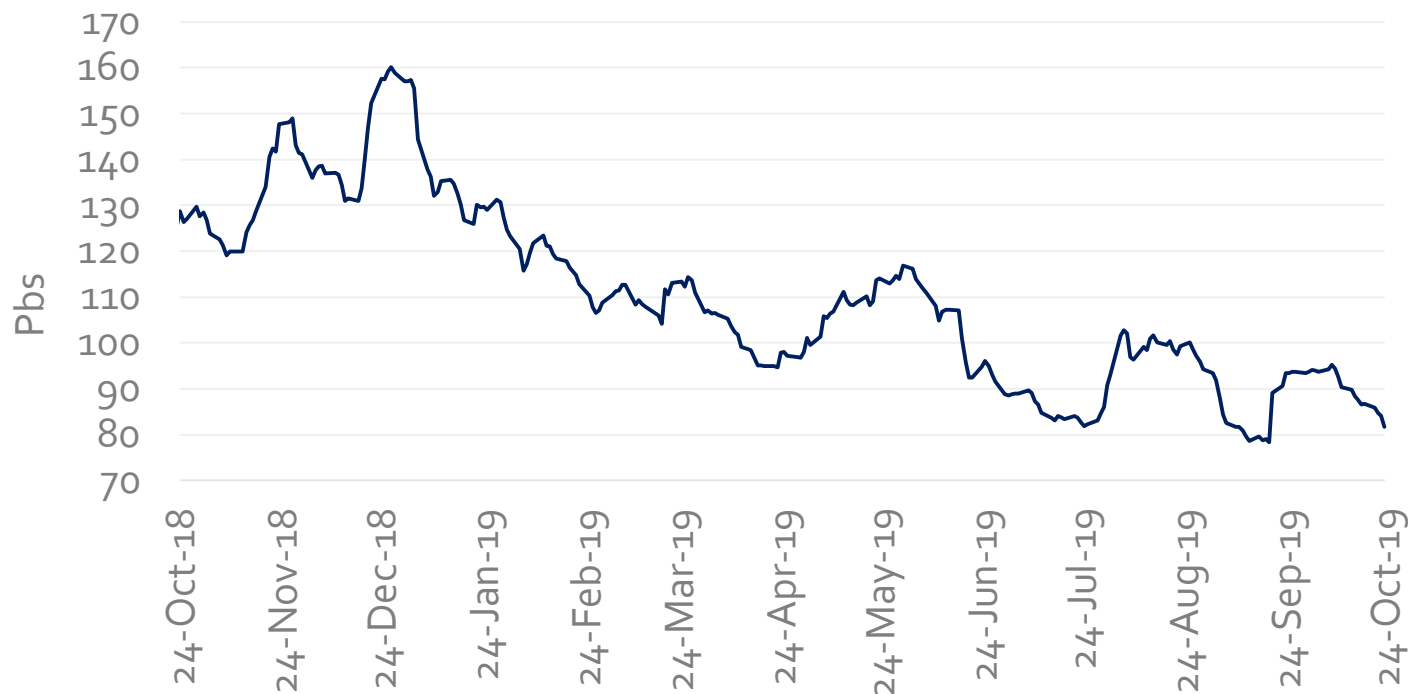
Fuente: Ministerio de Hacienda Cálculos Corfic Colombiana.

Perfil de vencimientos deuda interna con operación de manejo de deuda



Los resultados de las operaciones de canje recientes fueron positivos y reflejan el manejo eficiente de las opciones financieras del Gobierno; esperamos que se lleve a cabo una operación adicional de canje en TES tasa fija, de manera que durante el 2019 el Gobierno siga beneficiándose del bajo costo de fondeo a largo plazo y la baja percepción de riesgo país, a pesar de la incertidumbre que pueda generar la coyuntura política en Latinoamérica y el trámite de la Reforma Tributaria.

Spread CDS Colombia de bonos de 5 años



Fuente: Bloomberg

Equipo de investigaciones económicas

José Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas.

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Divisas y Commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Nicolás García Díaz

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

-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.