

INFORME DE RENTA FIJA: En cuarentena

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

ana.vera@corficolombiana.com

Julio Romero

Economista jefe

julio.romero@corficolombiana.com

Julio 15 de 2020



Resumen (1/2)

- 1. Segunda ola de contagios amenaza la reactivación económica:** se vuelven a incrementar casos de COVID-19 en países donde se habían relajado las medidas de confinamiento. La experiencia china señala que una segunda ola de contagios es altamente probable. Un tratamiento o vacuna parecen ser el requisito para consolidar una recuperación
2. La pandemia está presionando las cuentas fiscales de los países. Se incrementa el endeudamiento para financiar los crecientes déficits, lo cual se suma al gran monto de vencimientos de deuda en el corto plazo.

3. Respuesta en Colombia:

1. Política monetaria: en medio de un panorama complejo, **Colombia aún tiene espacio para ampliar el estímulo monetario, en un contexto en el que la inflación disminuyó al límite inferior del rango meta**. A nivel global, los bancos centrales tienen espacio limitado de reducción de tasas y están empleando medidas de intervención no convencionales.
2. Política fiscal: El Marco Fiscal de Mediano Plazo señala que se requerirá un financiamiento adicional en 2021 y 2022. No es claro que los ingresos tributarios puedan aumentar ni que los gastos puedan recortarse como lo espera el Gobierno, por lo que se va a requerir un mayor endeudamiento. Vemos muy probable una emisión en mercados internacionales durante el segundo semestre de 2020.

Resumen (2/2)

4. **Flujos de inversión de países emergentes se mantienen muy bajos**, se percibe mayor flujo hacia bonos de categoría High Yield. Las rebajas de calificación por parte de las agencias se han dado en mayor medida hacia países de Suramérica.
5. **Subastas de TES en Colombia se mantienen estables**: Los montos semanales volvieron a niveles PRE-COVID, tasas de corte sugieren mejor desempeño en títulos de corto plazo, frente a los de mayor duración. Títulos incorporan una prima de riesgo mayor.
6. **Empinamiento de la curva**: Diferencial de tasas entre 1 y 10 años se ubica en niveles elevados, similares a 2014, pero inferiores a los niveles alcanzados en 2008, por lo que consideramos que tomar posiciones en tramos largos estará acompañado de niveles muy elevados de riesgo .
7. **Expectativas deuda pública**: como reacción al choque seguimos viendo un empinamiento por reducción en la parte corta de la curva (efecto tasas BanRep) que no estaría acompañado de mayor crecimiento económico y por el mayor riesgo país. **Estimamos tasas de TES de referencia 2024 ubicándose entre 3% y 4% en los próximos dos meses, pero con mayor volatilidad asociada a las medidas implementadas por el BanRep y el gobierno para favorecer la liquidez del sistema.**
8. **IDP Corficolombiana ®**: El rebalanceo mensual del índice de deuda pública elaborado por Corficolombiana, sugiere posiciones en títulos tasa fija principalmente.

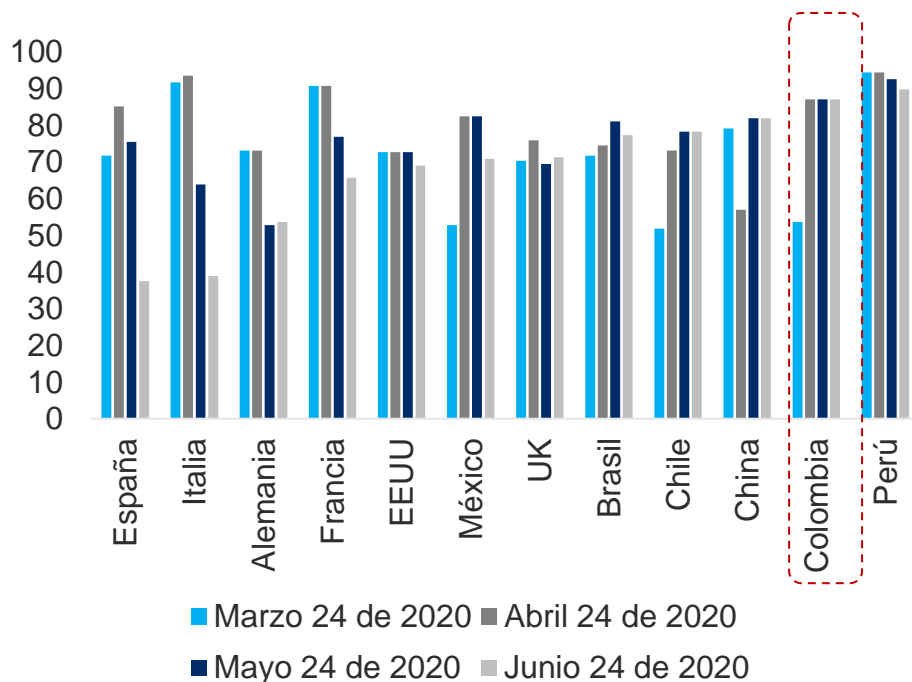
Contenido

1. Segunda ola de contagios y necesidades de financiamiento
2. Dinámica de flujos de inversión
3. Financiamiento del Gobierno
4. Inflación y tasa de interés
5. Perspectivas mercado de deuda pública

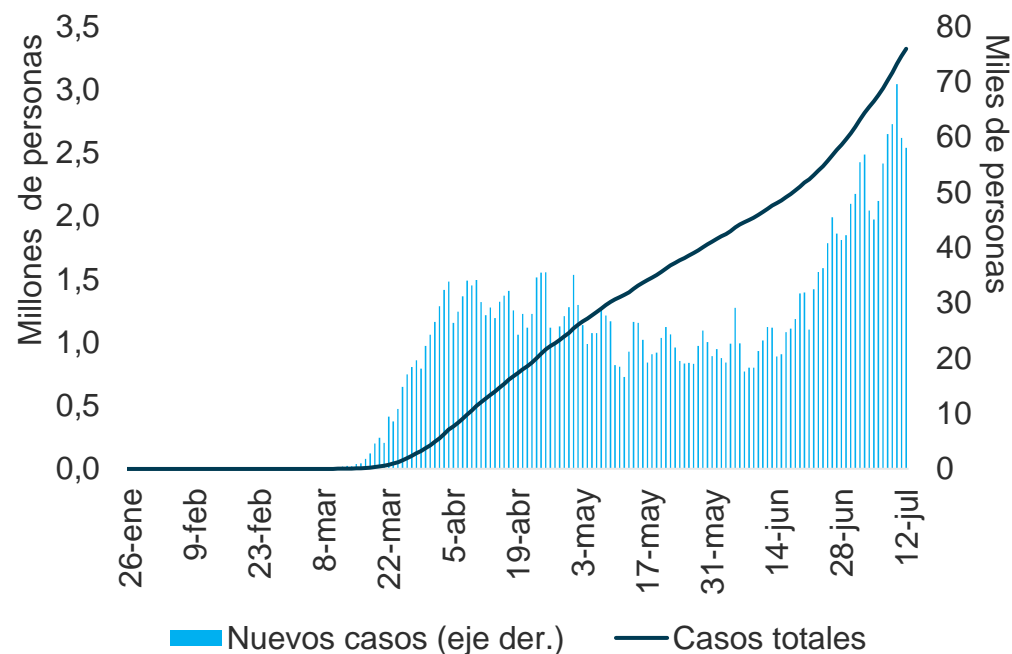
Segunda ola de contagios y necesidades de financiamiento

- A pesar de avanzar en la reapertura de la economías después de alcanzar el primer pico de contagio, algunos países están adoptando nuevas restricciones a la movilidad debido al aumento de nuevos casos de COVID-19.
- Colombia aún no alcanza el primer pico de la pandemia, tras casi cuatro meses de confinamiento. La intensificación reciente del brote está motivando el endurecimiento de las restricciones de aislamiento y la adopción de cuarentenas localizadas.

Evolución del índice de confinamiento



Evolución de casos de coronavirus en EEUU



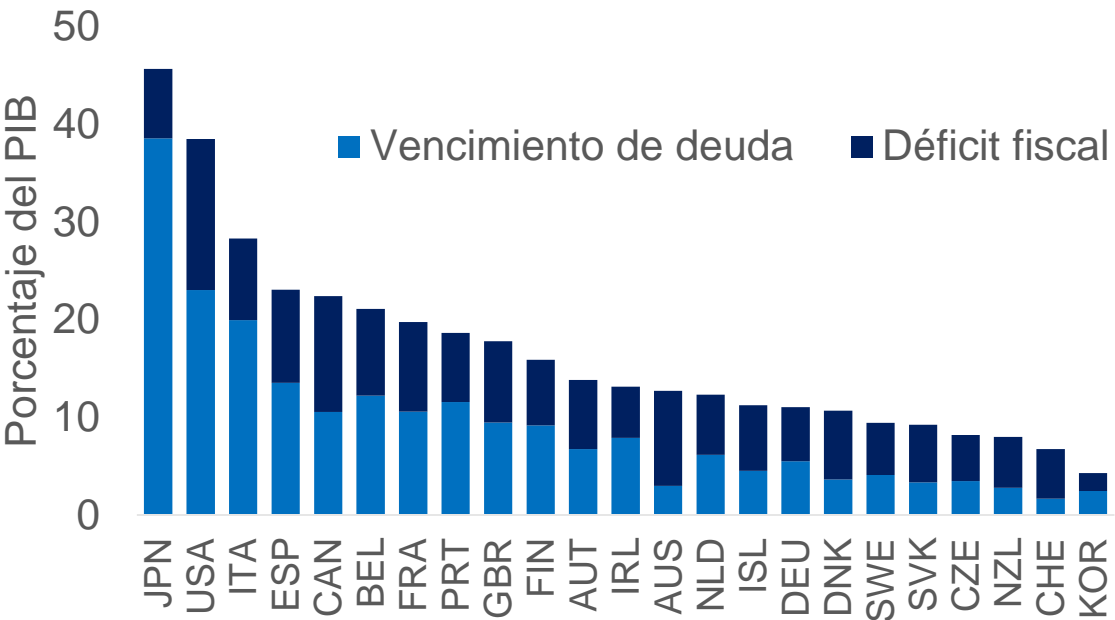
Fuente: Eikon

Nota: Entre más alto sea el valor del índice de confinamiento, mayores restricciones a la movilidad

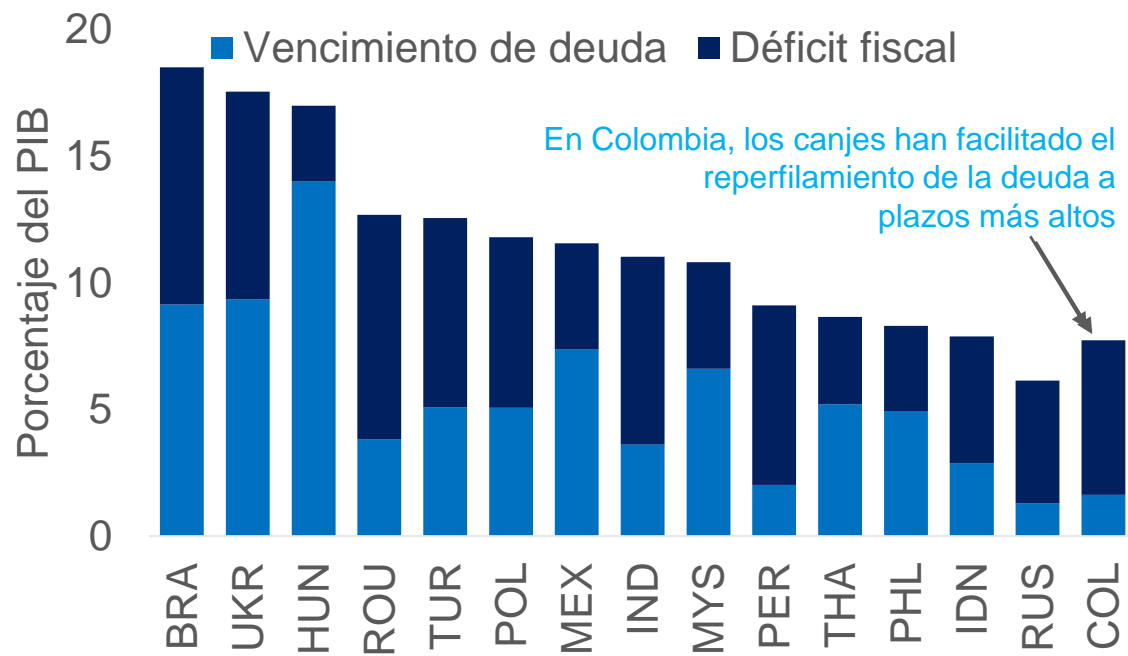
Fuente: Oxford Stringency Index.

- En el futuro próximo hay necesidades financieras elevadas que llevarán a los gobiernos a buscar opciones de refinanciación a plazos más largos. Países desarrollados tienen necesidades muy elevadas.
- Dentro de los emergentes, Colombia no se ve tan presionado por vencimientos de deuda. Las necesidades de corto plazo son en su mayoría para financiar el déficit fiscal corriente, y no obligaciones previas. Se tiene provisión para pago de títulos con vencimiento cercano como el de los TES del 24 de Julio de 2020.

**Necesidades financieras en 2020 por país
Grupo de Desarrollados (% del PIB)**



**Necesidades financieras en 2020 por país
Grupo de Emergentes (% del PIB)**

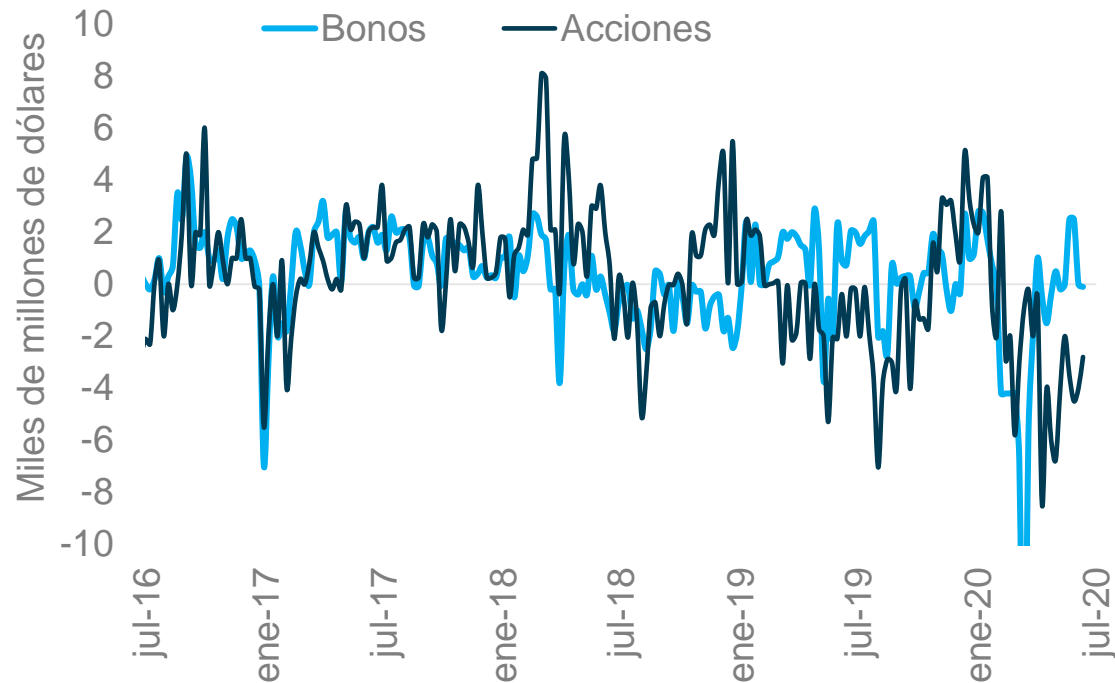


Fuente: FMI. Recopilado: Corficolombiana
Nota: Las etiquetas de datos utilizan los códigos de país de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

Dinámica de flujos de inversión

Los flujos de inversión hacia países emergentes continúan siendo muy inferiores respecto al 2019. Se evidencia un mayor flujo hacia bonos de categoría High Yield.

Flujos de fondos de inversión globales a bonos de economías emergentes



- En países emergentes, el flujo acumulado en lo corrido del año es de **-27.600** millones de dólares, lo que representa 44,300 millones de dólares menos que en el mismo período de 2019.
- En bonos de categoría **High Yield**, el flujo acumulado desde el comienzo del año es de **+29.000** millones de dólares (7.400 mn más que en el mismo período de 2019).

Se vienen reduciendo las calificaciones crediticias a títulos soberanos.

Los inversionistas exigirán primas de riesgo más altas. Sudamérica, África y Medio Oriente han visto mayores rebajas probablemente por sus economías altamente dependientes de commodities como el petróleo.

Reducciones de calificaciones crediticias títulos bonos gubernamentales

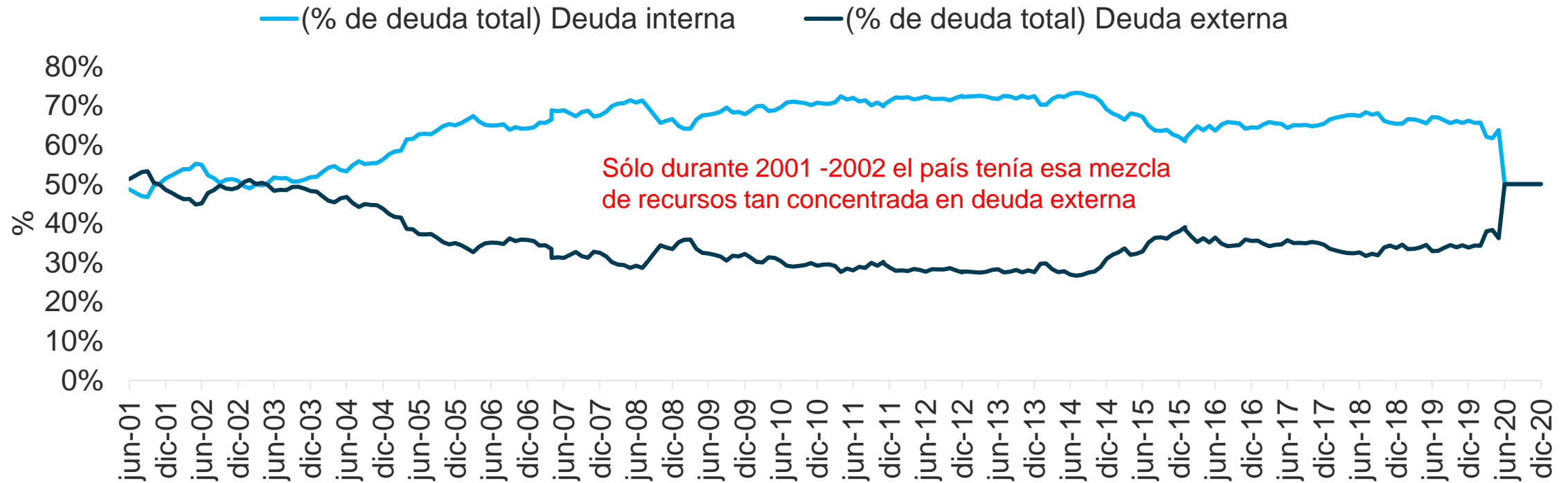
Año	Suramérica	Norteamérica	Europa Occidental	Europa oriental	Asia	África y Oriente Medio
2010	25	9	149	24	10	17
2011	19	37	370	72	83	92
2012	70	31	464	100	38	40
2013	73	20	174	72	15	110
2014	117	22	89	122	47	44
2015	85	16	90	125	59	48
2016	110	40	72	82	59	157
2017	95	19	49	24	22	84
2018	89	13	61	44	27	21
2019	143	14	19	24	17	44
2020*	260	43	95	45	63	141

Fuente: Moodys, S&P y Fitch Ratings, recopilado Corficolombiana.* 2020 cifras a 2S2020

Financiamiento del Gobierno

La financiación del déficit previsto para 2020 implica que el Gobierno tendrá que buscar en el 2S20 recursos con entidades multilaterales y aumentar las subastas de TES por cerca de tres billones de pesos. Vemos muy probable que deba buscar recursos en mercados internacionales

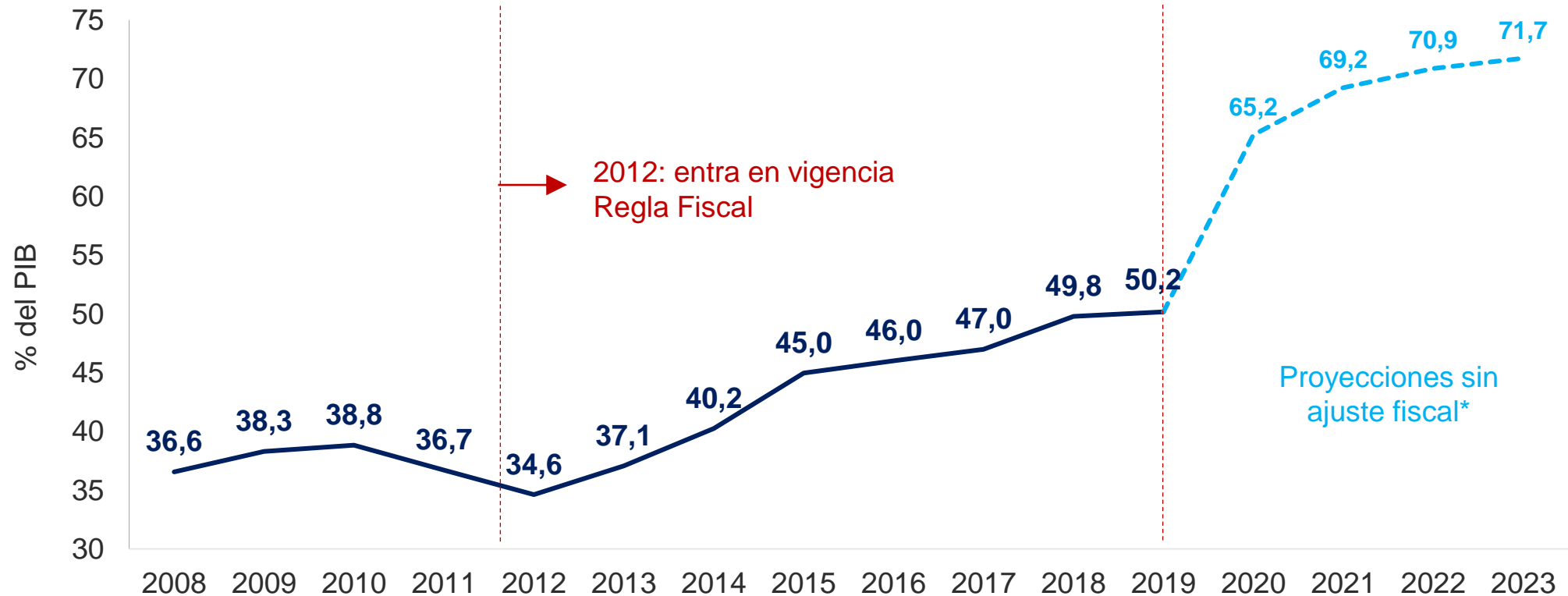
Composición interna y externa (% de deuda total)



Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana

En ausencia de ajustes fiscales en el corto plazo (reforma tributaria), la deuda pública puede llegar a niveles insostenibles en los próximos años. Es probable que Colombia pierda el grado de inversión en los próximos 12 meses

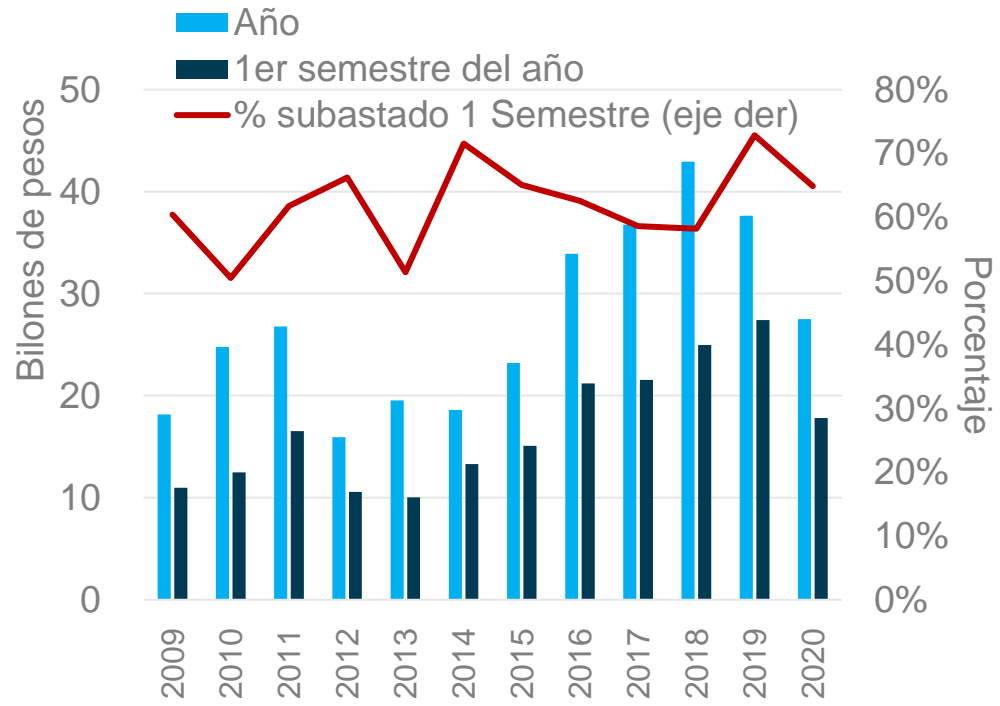
Deuda bruta del Gobierno Nacional Central



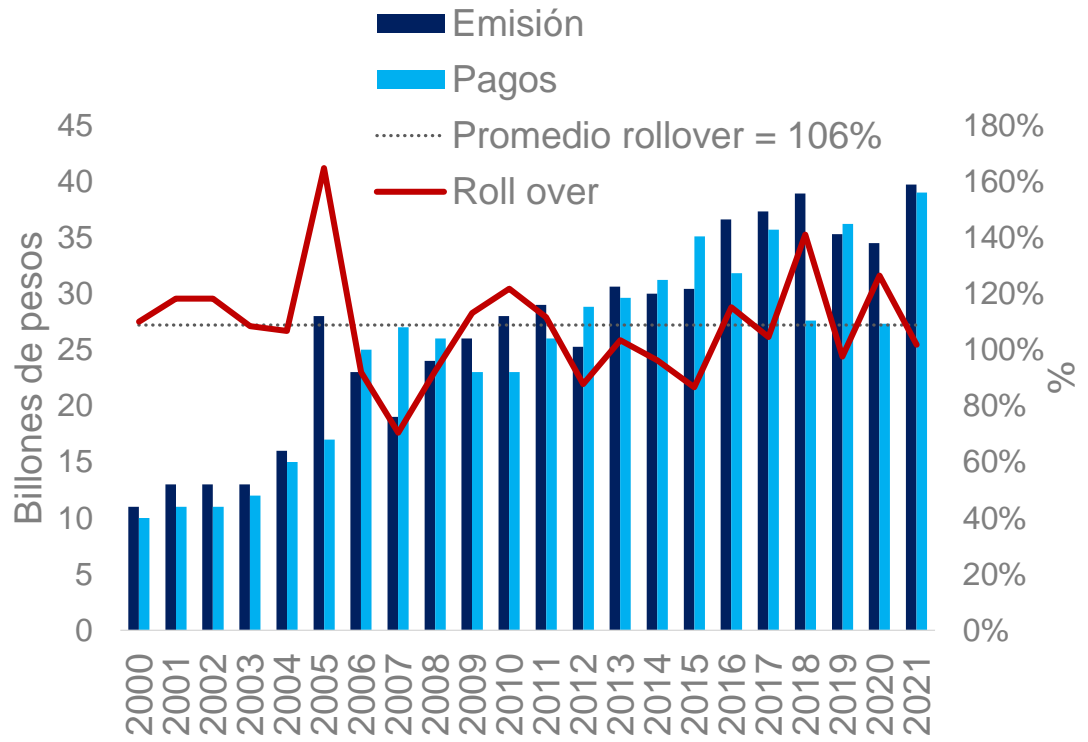
Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana

La estrategia de fondeo deja un resultado agrídulce. Aunque se cuenta con recursos para pagar TES con vencimiento en los próximos meses y no se harán más canjes de deuda este año, el incremento en las subastas de TES compensa los vencimientos de títulos. **En el balance, esperamos presiones al alza en la parte larga de la curva.**

Dinámica subastas de deuda interna



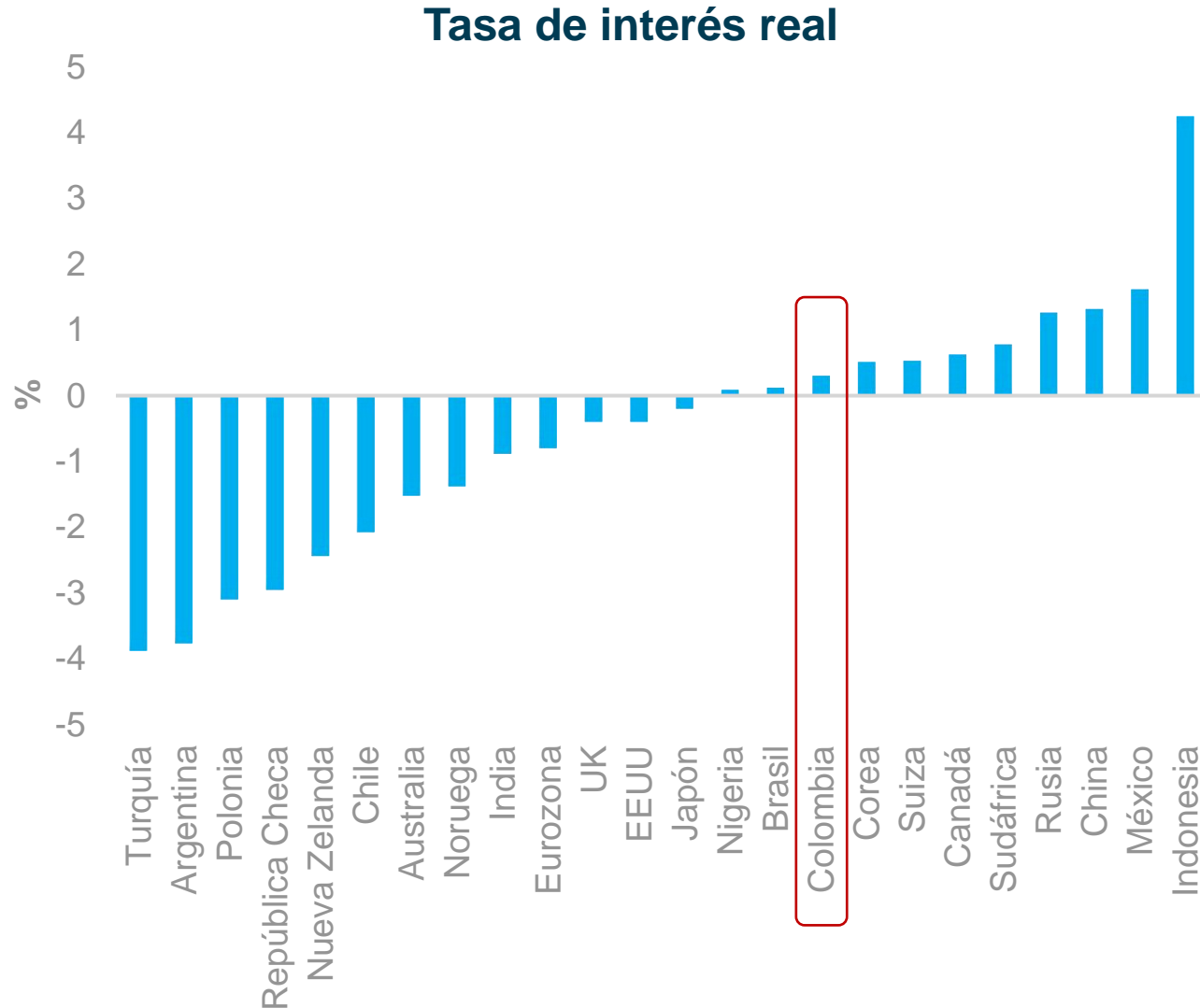
Roll over de la deuda pública interna



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Inflación y tasa de interés

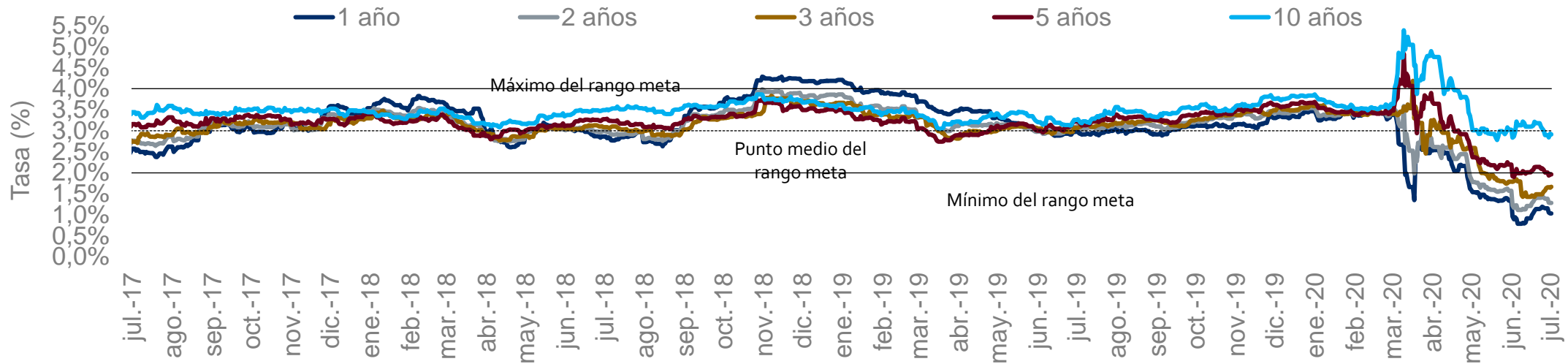
Tasas de política monetarias reales empiezan a ser negativas a nivel global. Tras el resultado de inflación de junio, Colombia vuelve a tener tasa real positiva.



- Colombia en medio de un panorama complejo es de los pocos países que tienen un margen de maniobra desde la política monetaria. La mayoría de bancos centrales tienen espacio limitado de reducción de tasas y están empleando medidas de intervención no convencionales.
- Algunos bancos centrales implementan programas de compra de activos o QE: Chile, Colombia, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía implementaron estos mecanismos, en algunos casos como India con cambios de la Constitución Política- Colombia por su parte no tiene esta restricción legislativa.

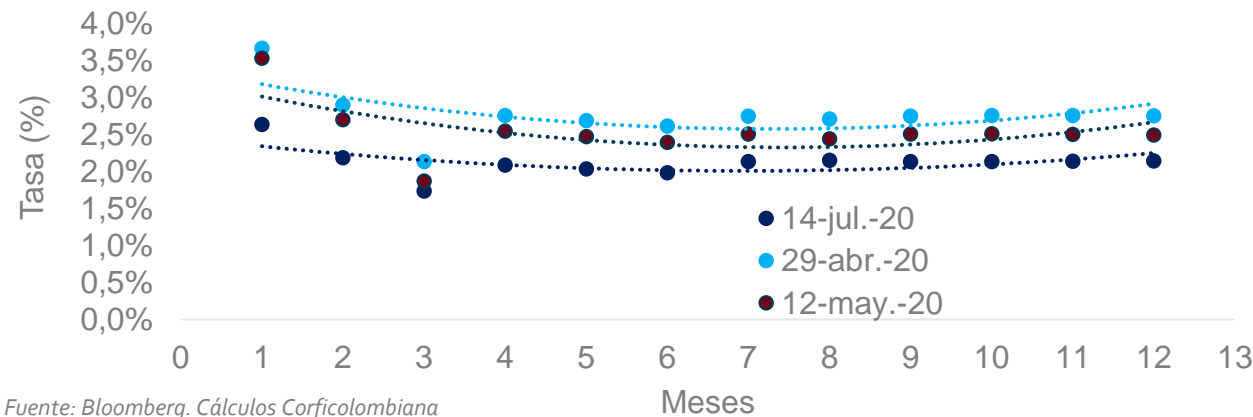
A futuro, las menores presiones de inflación y las reducciones en la tasa de política monetaria fortalecen posiciones de TES tasa fija

Inflaciones implícitas (curva TES cero cupón)



Fuente: Precia, Cálculos Corfic Colombiana

Curva de tasas implícitas de los Swaps IBR



Fuente: Bloomberg, Cálculos Corfic Colombiana

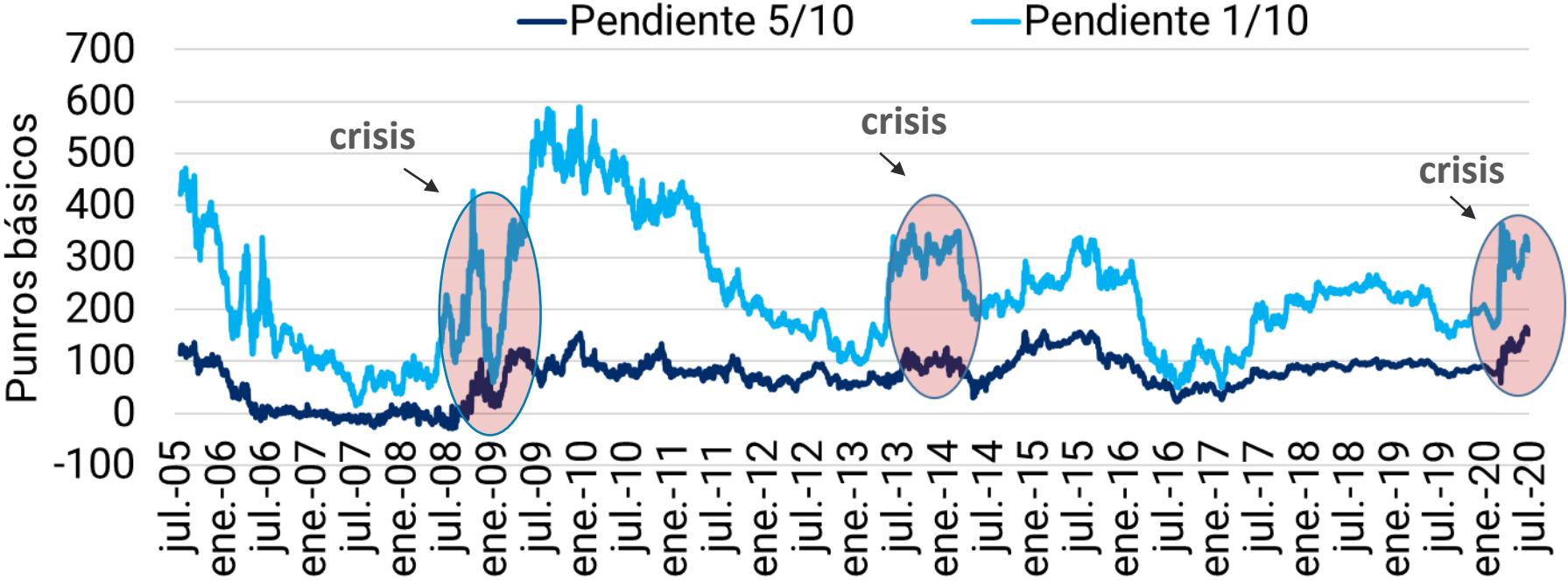
- En el corto plazo, la inflación implícita se ubica en 1,03% y en plazos de más de 10 años se ubican por debajo de 3%.
- El mercado de tasas de interés incorpora reducción de tasas en esta reunión de política monetaria y de manera consecutiva hasta 2%.



Perspectivas mercado de deuda pública

El empinamiento de la curva de rendimientos está en niveles de crisis, podrá ser peor. Emisión de títulos de largo plazo e incertidumbre por crecimiento y riesgo país presiona al alza bonos de mayor duración.

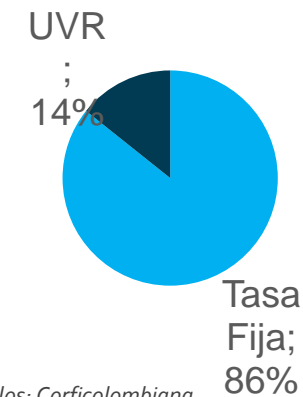
Pendiente de la curva de rendimientos de TES cero cupón



Fuente: Precia , Cálculos Corficolombiana

INDICE DE DEUDA PÚBLICA CORFICOLOMBIANA®

REFERENCIA	Participación
24-Jul-24	26,9%
10-Mar-21	17,5%
4-May-22	15,2%
26-Nov-25	14,5%
28-Apr-28	9,5%
3-Nov-27	9,1%
18-Oct-34	7,3%



Fuente: Cálculos: Corficolombiana

Rendimiento Anual Histórico

2020*	2019	2018	2017	2016	2015
6,01%	7,26%	5,78%	8,81%	14,65%	0,85%

*A fecha de publicación de este informe

Riesgo - Volatilidad anualizada

2020*	2019	2018	2017	2016	2015
10,67%	11,07%	6,84%	4,72%	4,20%	3,39%

*Riesgo se calcula como la desviación estándar calculada en los retornos diarios

Resumen de proyecciones económicas

Resumen proyecciones macroeconómicas

	2018	2019	2020p	2021p
Actividad Económica (variación anual)				
PIB (%)	2,5	3,3	-4,8	2,8
Consumo Privado (%)	3,0	4,5	-7,3	2,7
Consumo Público (%)	7,0	4,3	6,0	2,0
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	1,5	4,3	-11,6	6,0
Exportaciones (%)	0,9	2,6	-10,2	1,5
Importaciones (%)	5,8	8,1	-15,4	3,2
Precios				
Inflación, fin de año (%)	3,2	3,8	2,2	3,0
Inflación, promedio anual (%)	3,2	3,5	2,8	2,9
Tasas de Interés				
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,25	4,25	2,00	2,00
DTF E.A., fin de año (%)	4,54	4,48	2,50	2,25
Finanzas Públicas				
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-3,1	-2,5	-8,0	-6,0
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-0,3	0,7	-4,7	-2,7
Deuda bruta GNC (% PIB)	49,8	50,2	65,2	67,0
Sector Externo				
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.249	3.297	3.756	3.720
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	2.958	3.282	3.756	3.773
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-3,9	-4,3	-3,7	-3,5
Inversión extranjera directa (% PIB)	3,5	4,5	4,6	4,0

Fuente: BanRep, DANE, MinHacienda. Cálculos Corficolombiana

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

Maria Paula Campos

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.campos@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

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

juan.pardo@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