

Monitor deuda Pública

Scotiabank Economics Colombia

Julio 21 de 2022

Macro-research team Colombia

Scotiabank Colpatria | Capital Markets

Carrera 7 No.114-33|16th Floor|Bogotá, Colombia,



Eventos relevantes



La incertidumbre sobre el efecto de una recesión en las tasas terminales de la política monetaria global imprime volatilidad en el mercado de renta fija. La curva de rendimientos en EEUU sigue invertida en la métrica de los 10 años frente a los 2 años. El mercado espera una tasa terminal de la Reserva Federal en 3.50%, pese que la entidad ha señalado la posibilidad de llegar al 4%.



En materia local, las expectativas de inflación siguen incrementándose y la actividad económica está mostrando signos de una sana moderación. El consenso de analistas económicos apunta a una tasa terminal en las tasas de interés en el 9%, mientras que el mercado de IBR swap espera un 12.5%.



El ministro de Hacienda ha moderado las expectativas de alcance la Reforma Tributaria. La coalición del Gobierno en el Congreso podría ser una señal de transición ordenada. Los retos en los próximos meses comprenden la presentación del Presupuesto General de la Nación y la Reforma Fiscal.

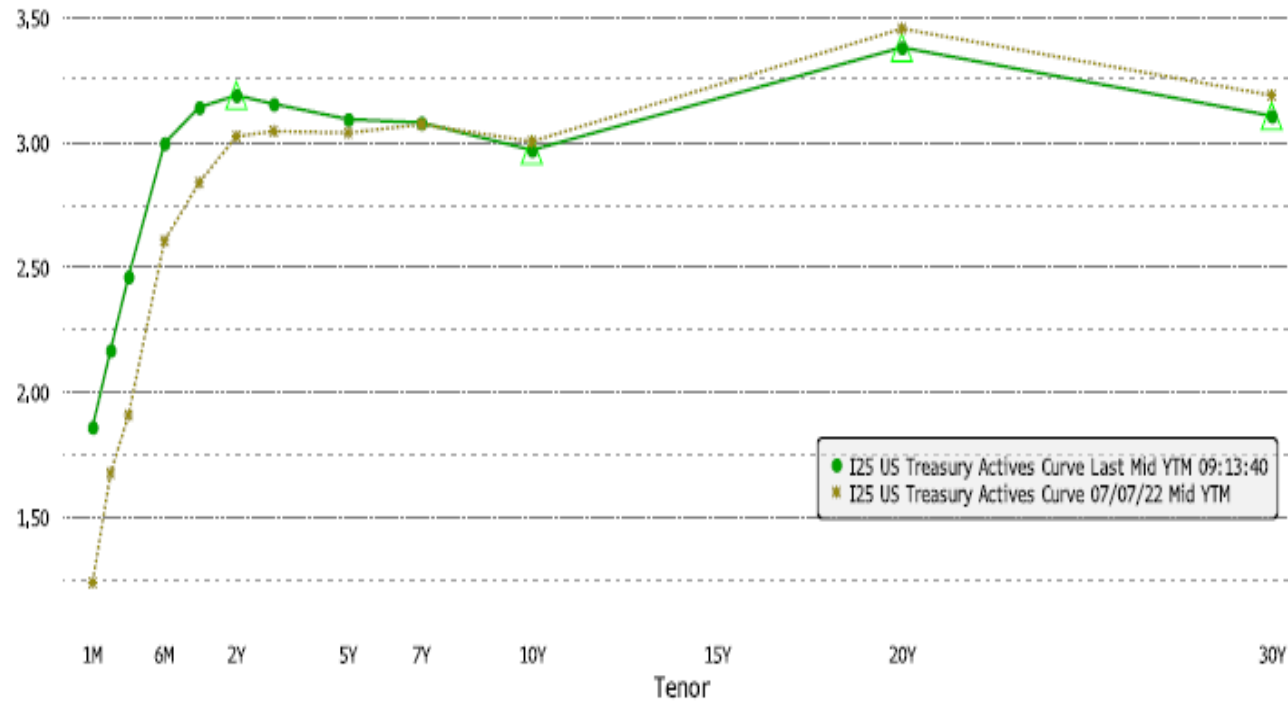


El modelo fundamental sigue apuntando a riesgos alcistas en las tasas de la curva de rendimientos. La tasa terminal tanto del Banrep como de la Reserva Federal es crucial. En esta entrega se calcula que un nivel promedio de la curva de 14% es el que incorpora el riesgo de ver a la Reserva Federal llegando al 4%.

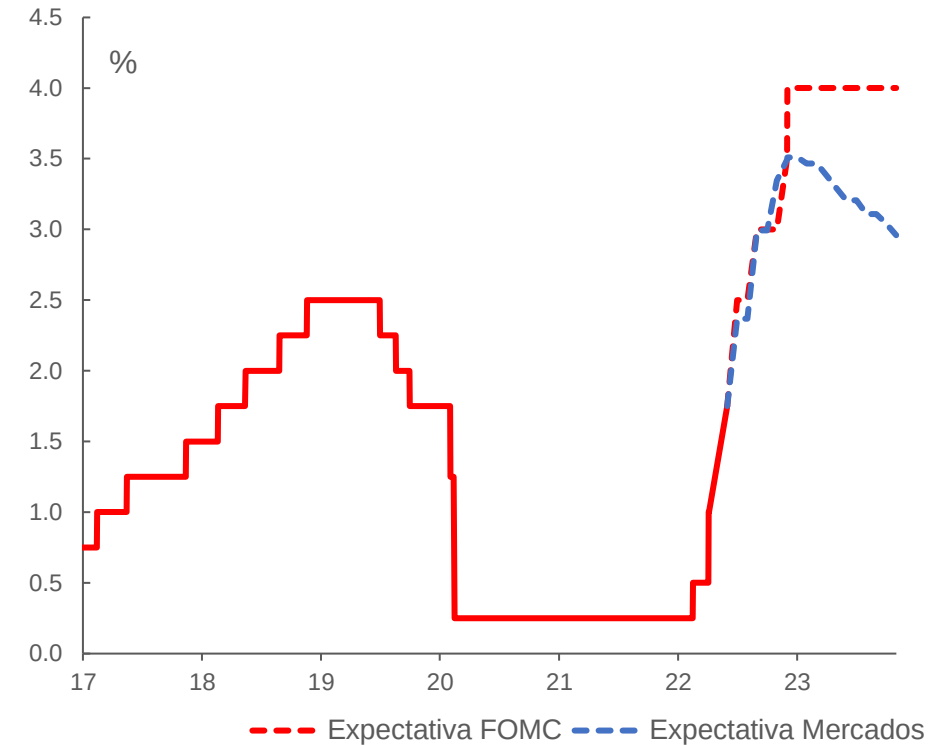
Contexto Macro

La curva de Tesoros en EEUU continúa invertida, los mercados esperan que la posibilidad de recesión vuelva menos agresivos los retiros del estímulo monetario. No obstante, los bancos centrales continúan dando prevalencia a la lucha contra la inflación.

Curva de Rendimientos EEUU
Evolución últimas dos semanas
(21 vs 7 de julio de 2022)



Tasas de Interés de la FED



Sources: Federal Reserve, Scotiabank Economics.

Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

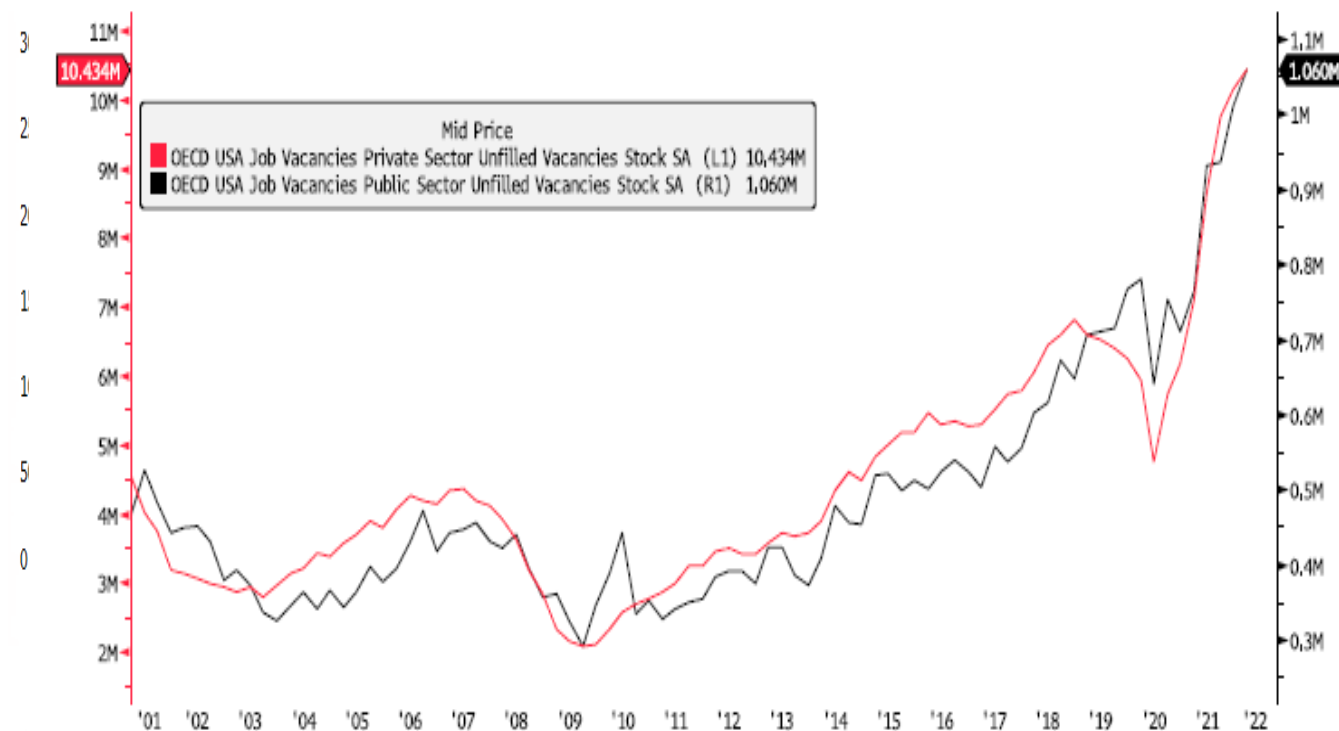
Los mercados están subestimando la posibilidad de que la Reserva Federal llegue al 4%. La reunión del 27 de Julio será clave para afirmar o controvertir dicha expectativa.

Los mercados financieros descuentan la posibilidad de recesión, mientras que el mercado laboral en EEUU muestra aún señales de fortaleza.

Evolución diferencial Tesoros a 10 años vs Tesoros a 2 años



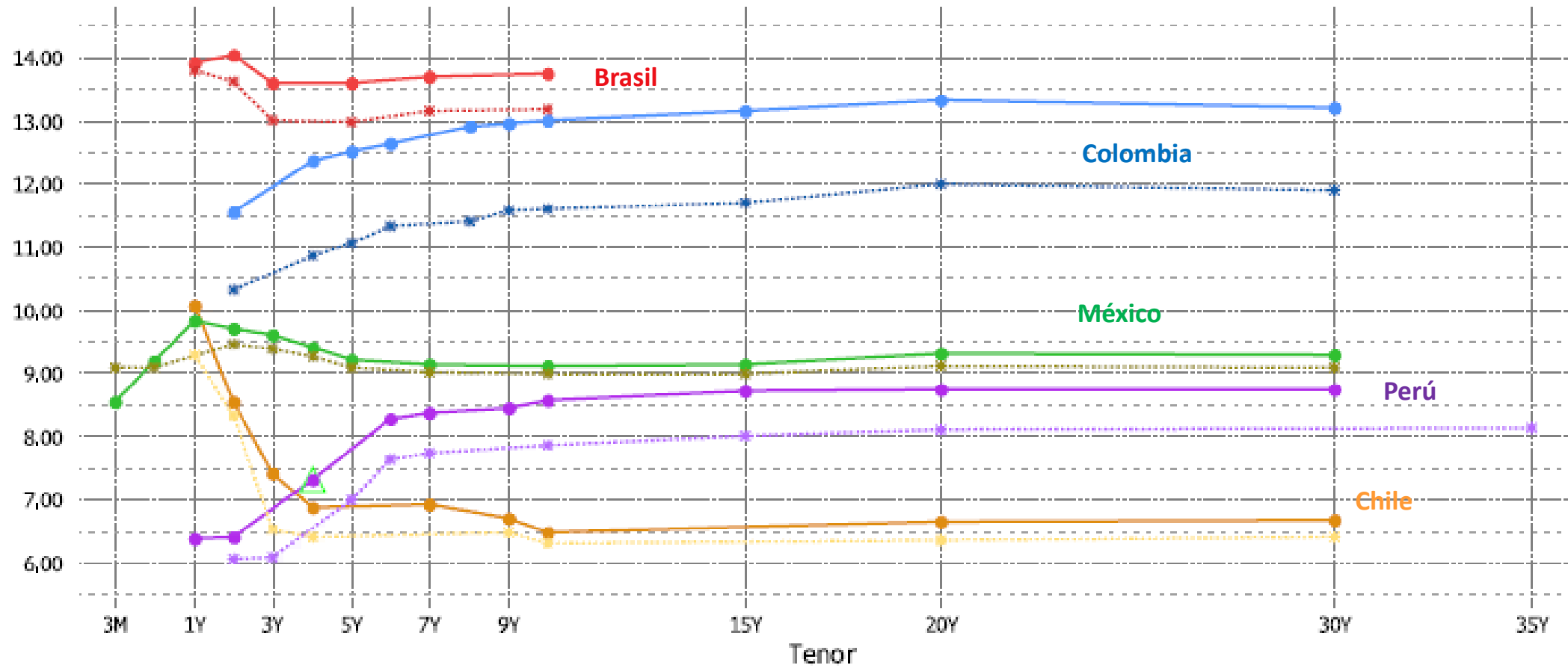
Evolución de las vacantes en el sector privado y público en EEUU



Fuente: Bloomberg.

En las últimas semanas la presión sobre la curva de rendimientos en Colombia ha sido mayor a la de los pares regionales, las tasas de deuda pública se asemejan más al grupo de no grado de inversión.

CURVAS Latinoamérica Moneda Local
Comparación Julio 21 de 2022 vs Julio 7 de 2022

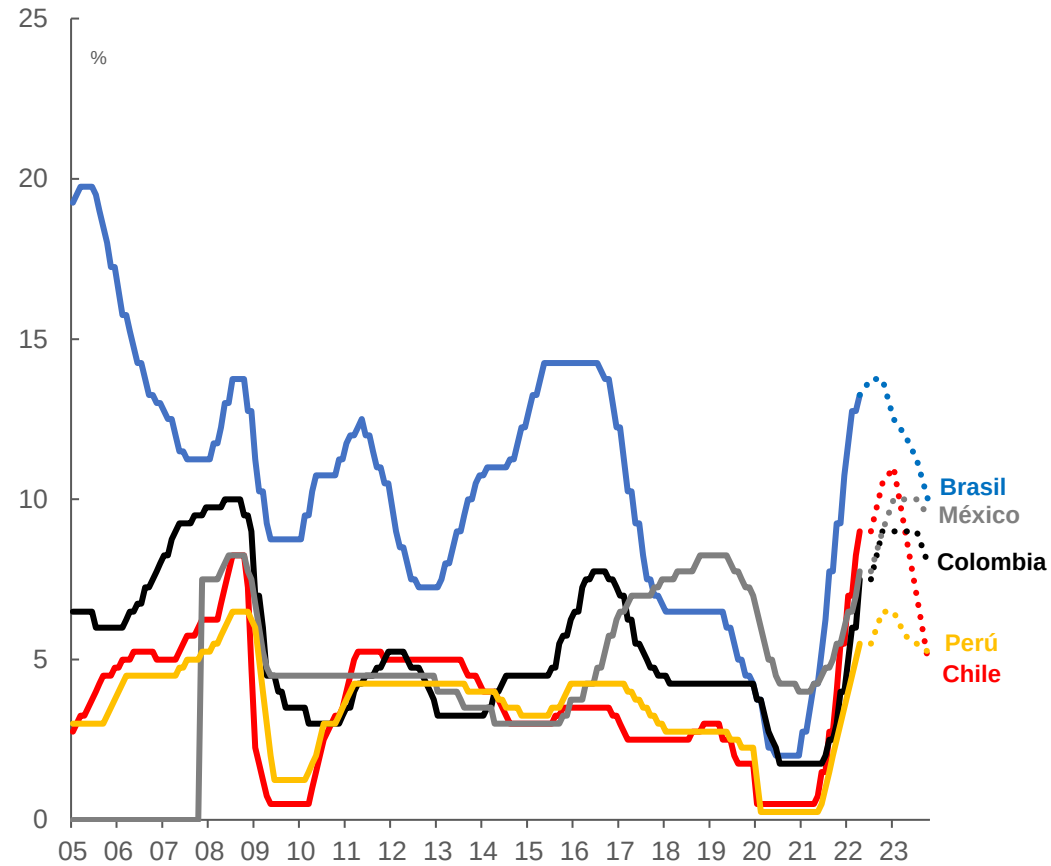


Nota: en línea punteada se representan las curvas con corte a 7 de julio

Fuente: Bloomberg

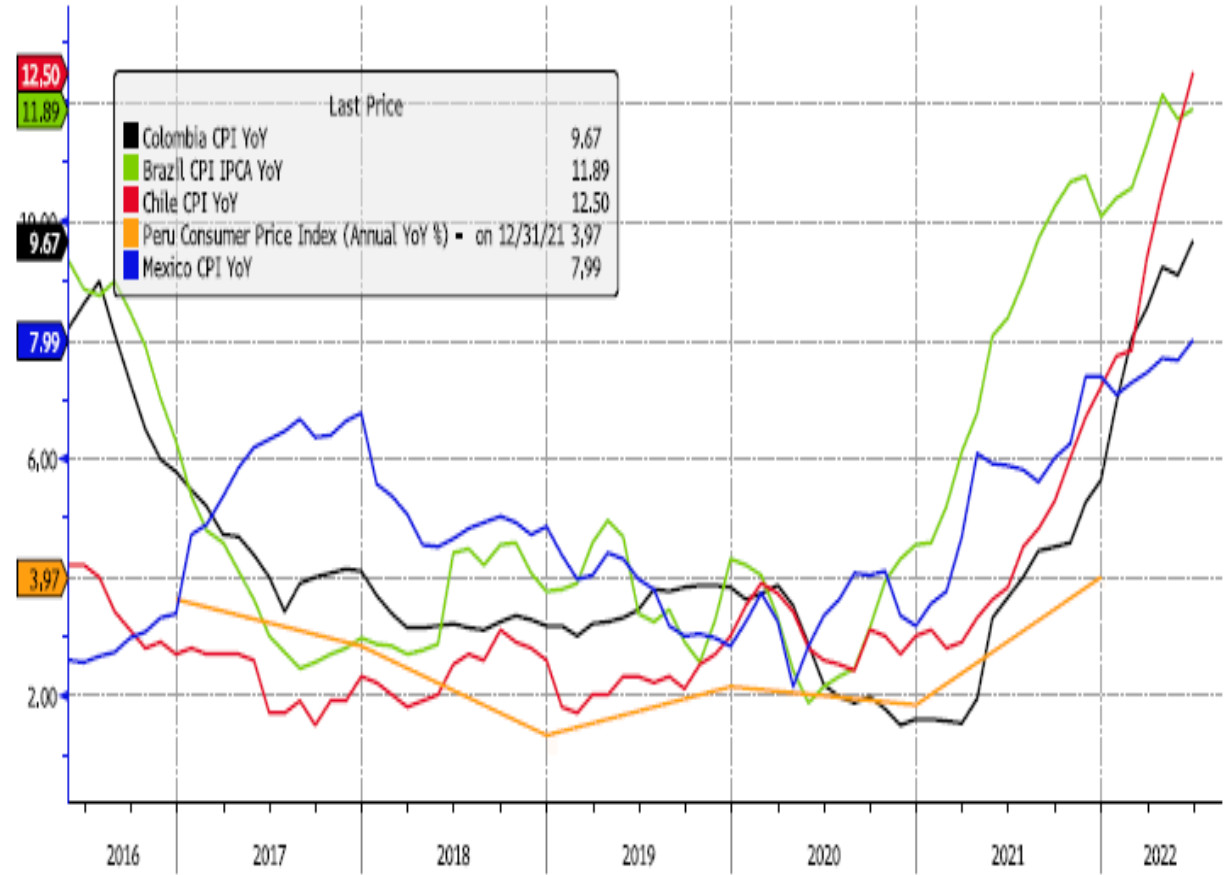
Los equipos de Scotiabank Economics en Latinoamérica incrementaron sus proyecciones de tasa terminal de política monetaria. La inflación no da tregua.

Tasas de Política Monetaria
Latinoamérica



Sources: Scotiabank Economics.

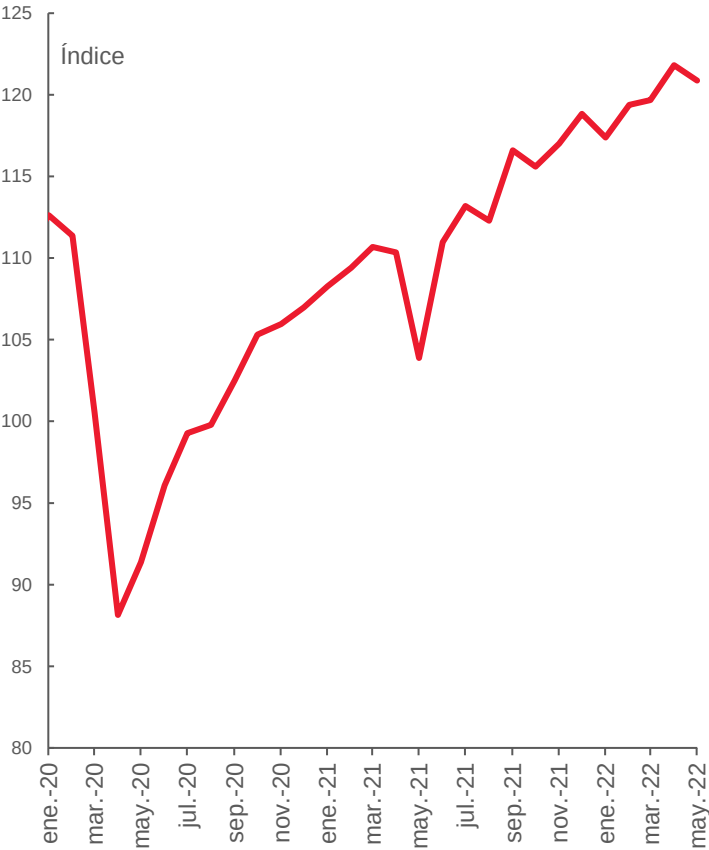
Inflación en Latinoamérica



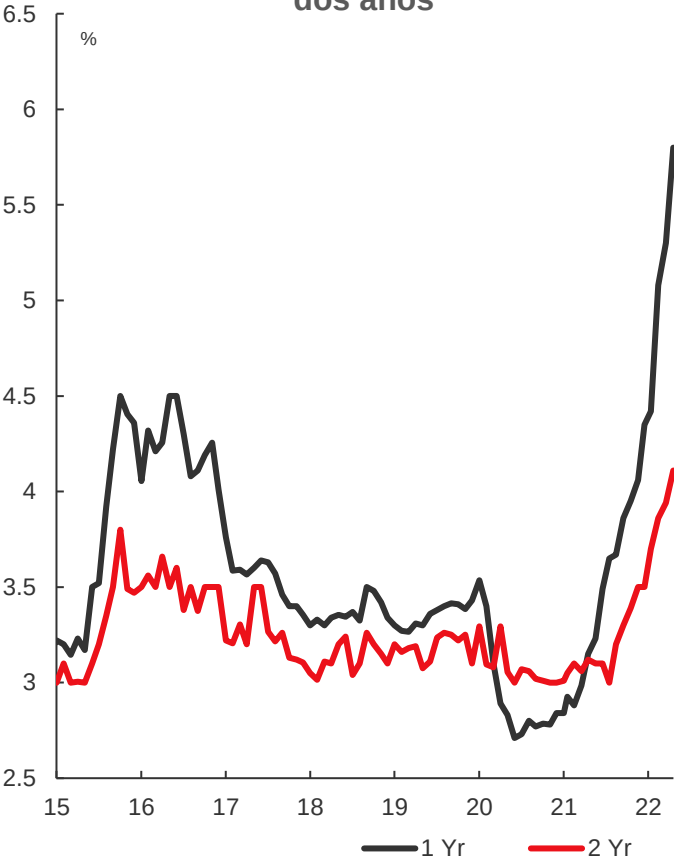
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

En Colombia la actividad económica está dando señales de una sana moderación. Por su parte, las expectativas de inflación siguen incrementándose y el riesgo de que la tasa terminal sea mayor se incrementa.

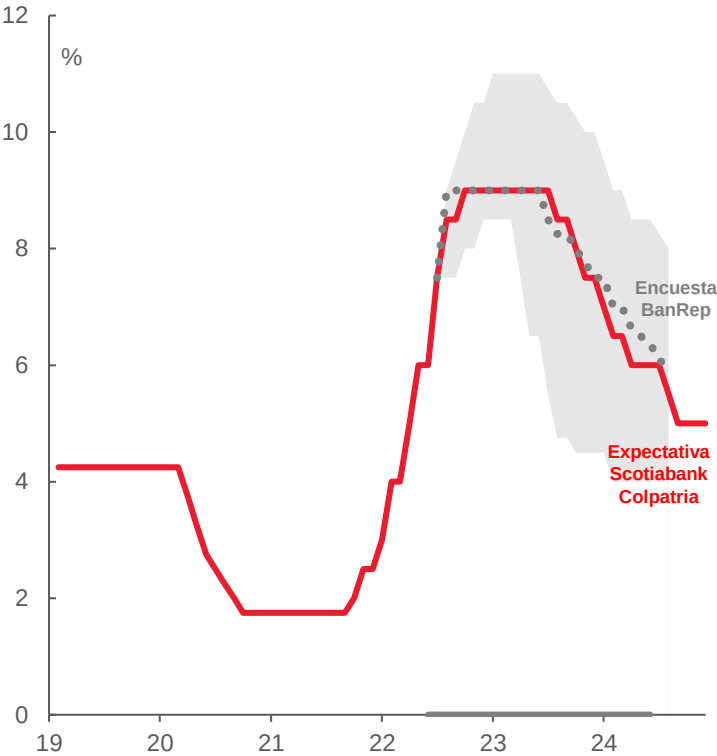
Evolución Indicador de Actividad Económica - ISE



Expectativas de inflación a uno y dos años



Escenarios Banrep



Fuente: Scotiabank Economics, BanRep, DANE.

Análisis Macro de la Curva de Rendimientos

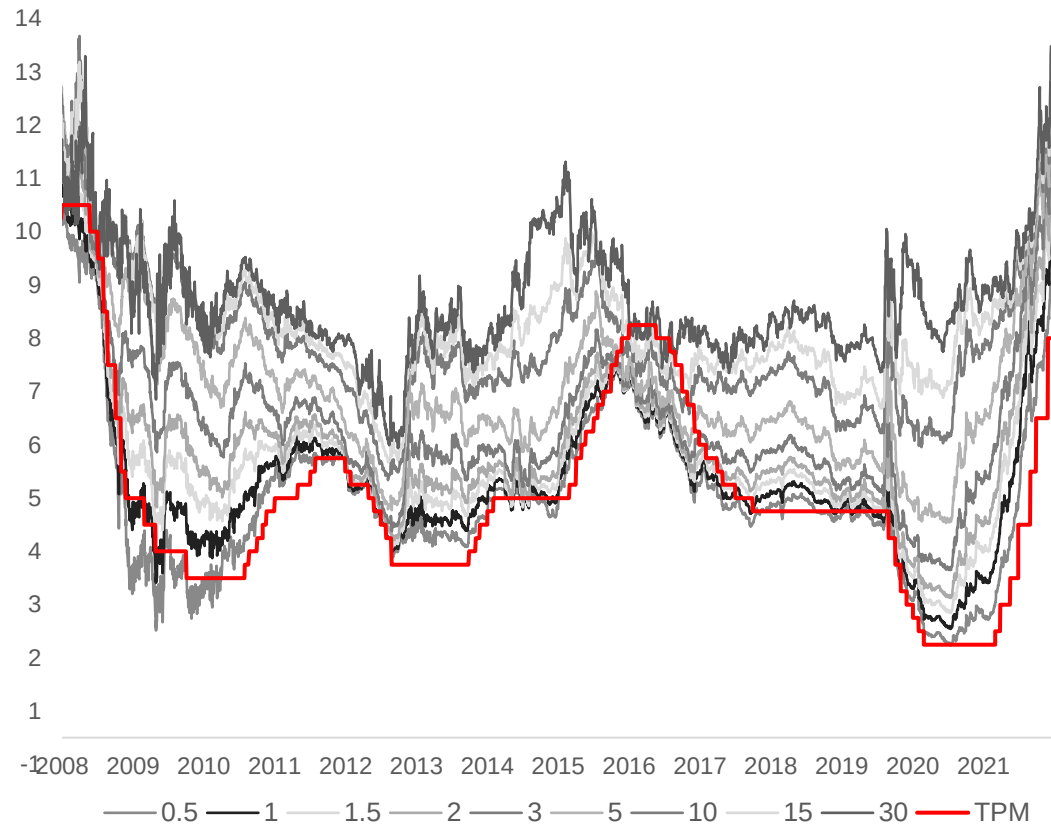
¿Qué tan alto puede llegar la curva para incorporar completamente los potenciales riesgos?

Los resultados mostrados a continuación se basa en un ejercicio que asocia los factores de nivel, pendiente y curvatura de la curva de rendimientos cero cupón a factores macroeconómicos que describen el estado de la política monetaria domestica e internacional, junto con variables de riesgo local.

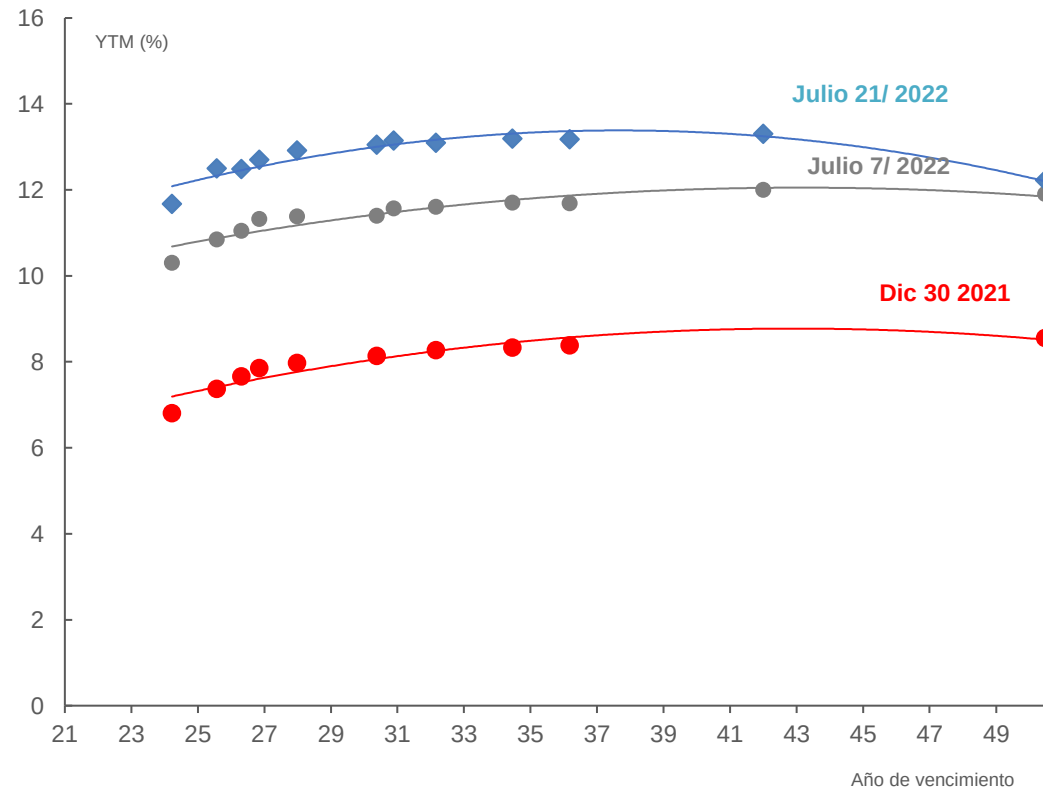
Para más información sobre el modelo teórico contáctenos.

En las últimas semanas la curva de rendimientos ha continuado reaccionando a las perspectivas de política monetaria doméstica e internacional. El título a 2050 ha sido el menos sensible.

Curva Cero Cupón Colombia



Curva de Rendimientos COLTES Pesos

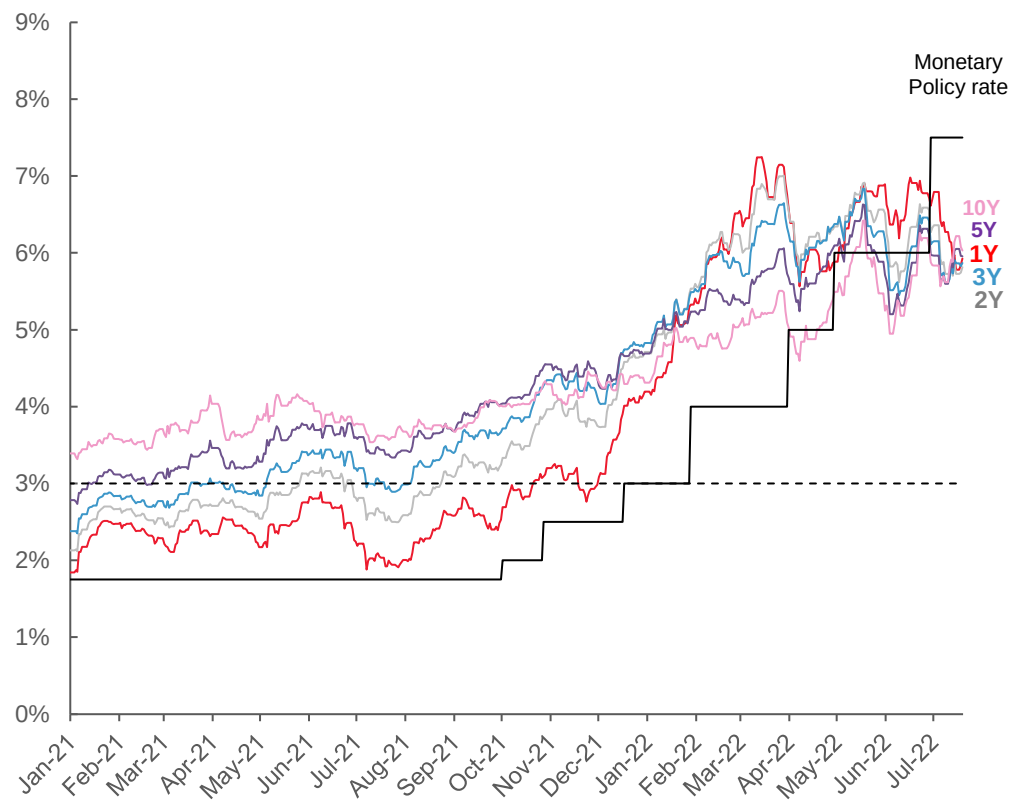


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

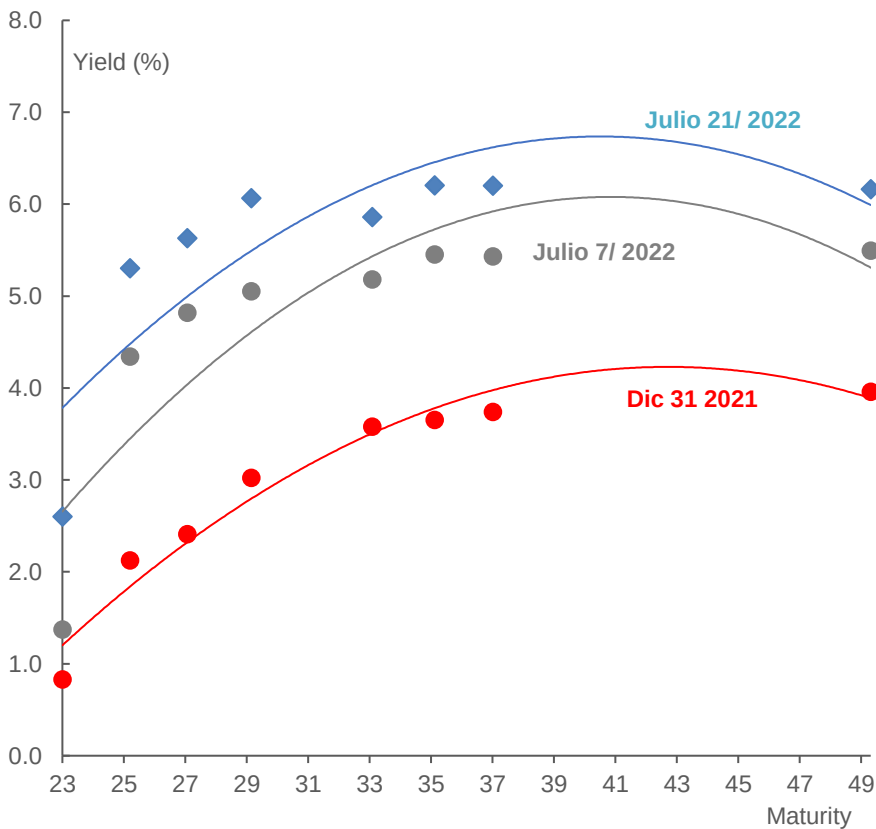
Fuente: Precia, Scotiabank Economics. Fecha de corte Julio 7 de 2022.

Los Breakeven inflation siguen promediando 6%, el BEI de 10 años está levemente por encima de los plazos más cortos.

BreakEven Inflation vs Monetary Policy Rate.



Curva de Rendimientos COLTES UVR



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Fuente: Precia, Scotiabank Economics. Fecha de corte Julio 7 de 2022.

La incertidumbre sobre el punto terminal del ciclo alcista de la Fed influye en el apetito por la deuda local a pesar de que las tasas domésticas en términos relativos parecen altas y atractivas. Al suponer que las tasas de la Fed alcanzarían el 4%, un nivel razonable promedio para la curva se calcula en el 14%.

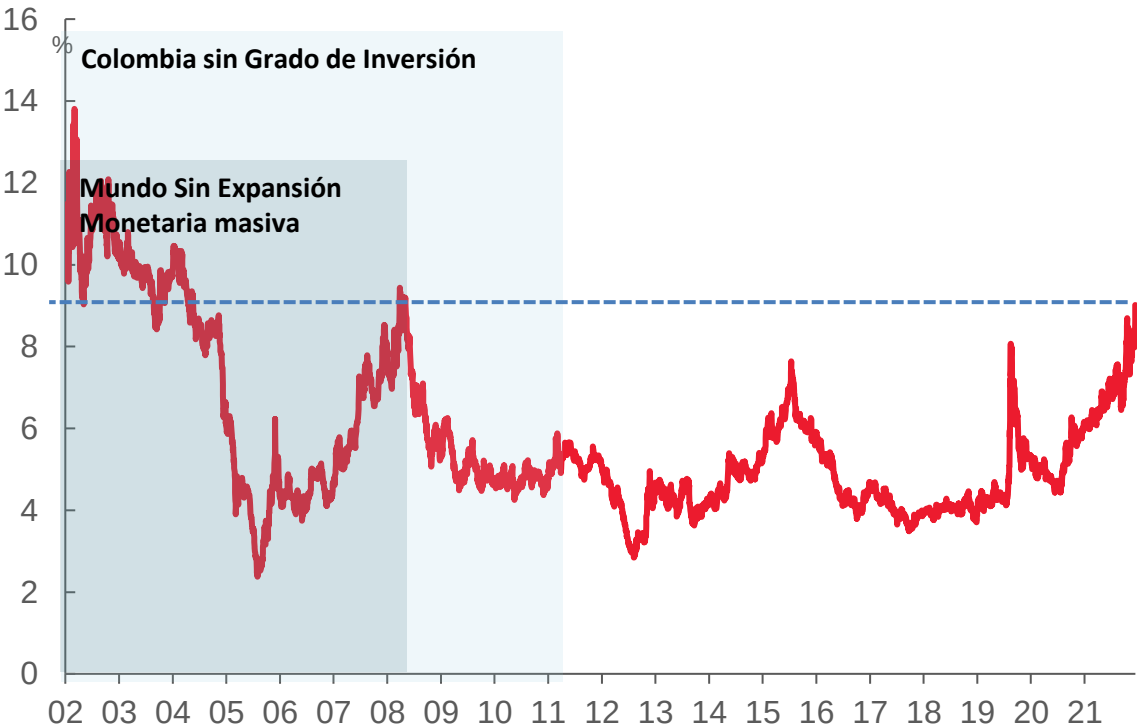
Evolución Tesoros a 10 y 2 años vs Tasa de la Reserva Federal



Fuentes: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Si bien la Reserva Federal proyecta alcanzar un nivel de 4% en el ciclo alcista de tasas de interés. El mercado de tesoros parece no haber descontado del todo el movimiento.

10 Y Colombia - Tesoros 10Y



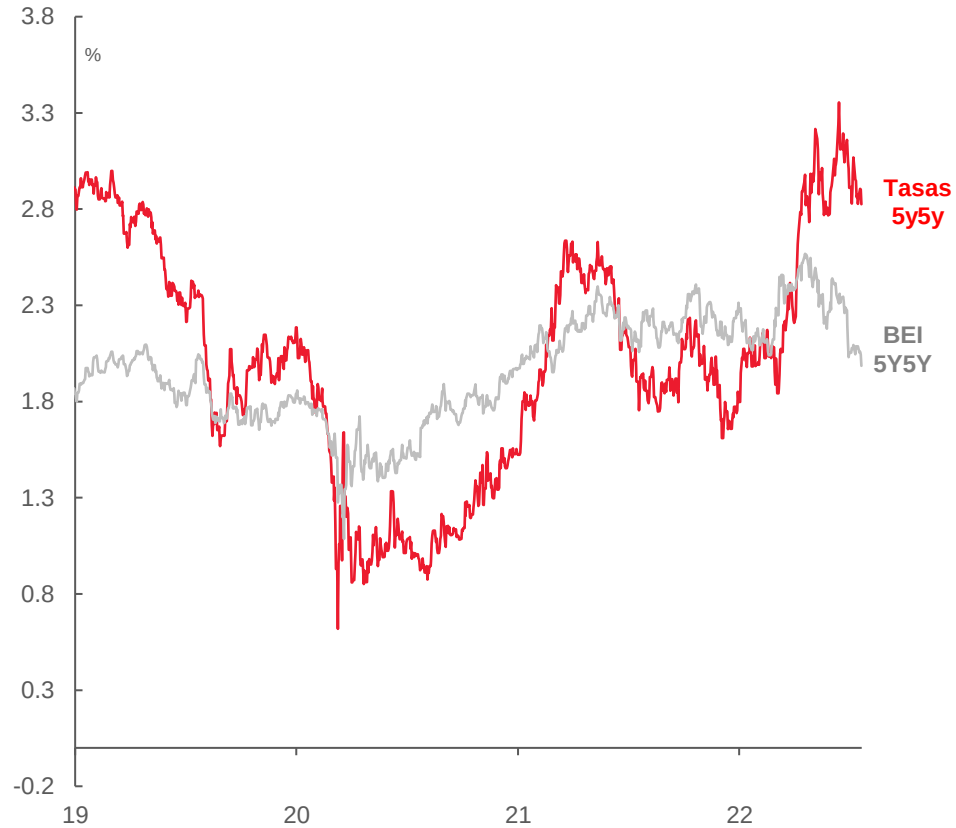
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

El diferencial entre un bono a 10 años de Colombia y los tesoros al mismo plazo está en máximos de la historia reciente, pero es compatible con un estado en el que la economía no es grado de inversión y un contexto de liquidez restringida.

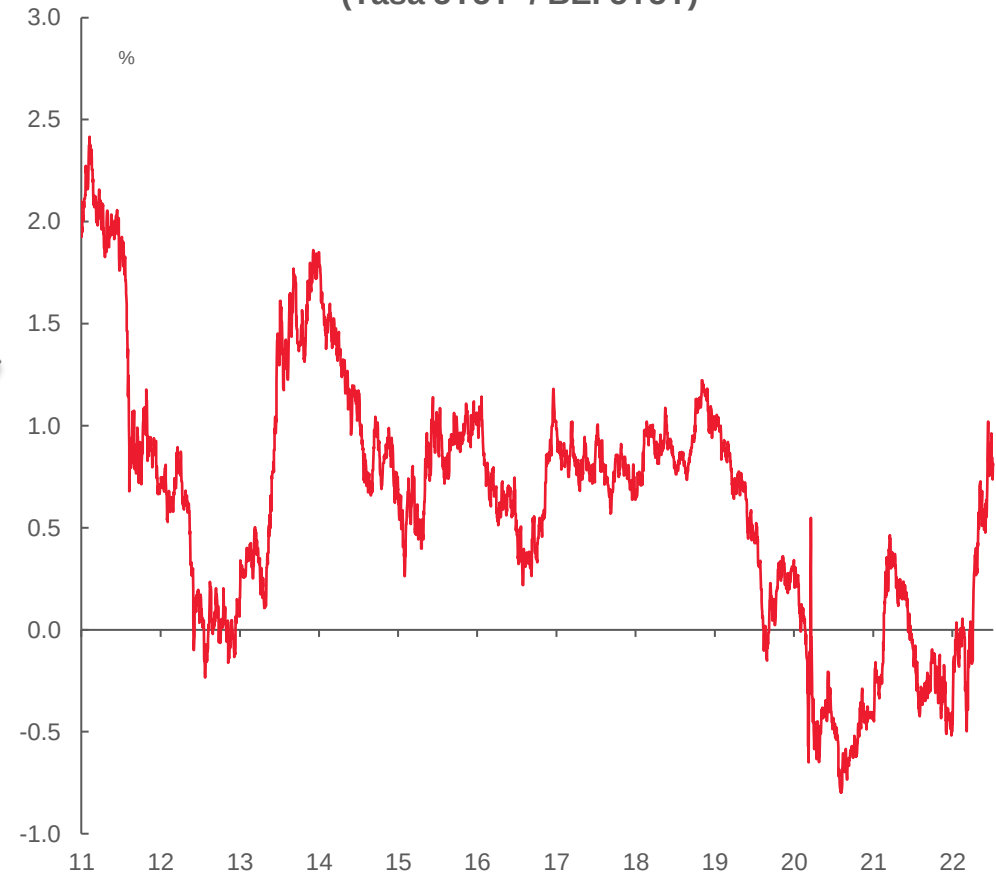
Dado lo anterior en promedio el diferencial de tesoros 10Y y TES 10Y debería oscilar alrededor del 10%, si la tasa terminal de la Fed se supone en 4%. La curva promedio de 14% sería la señal para argumentar que todos los riesgos están incorporados.

La tasa real de largo plazo a nivel internacional creció nuevamente, lo que podría apuntar a una curva más empinada de lo usual, a pesar del contexto de altas tasas de interés. El BEI 5Y5Y de EEUU alcanzó el mínimo en lo corrido del año.

Evolución tasas 5Y5Y y BEI 5Y

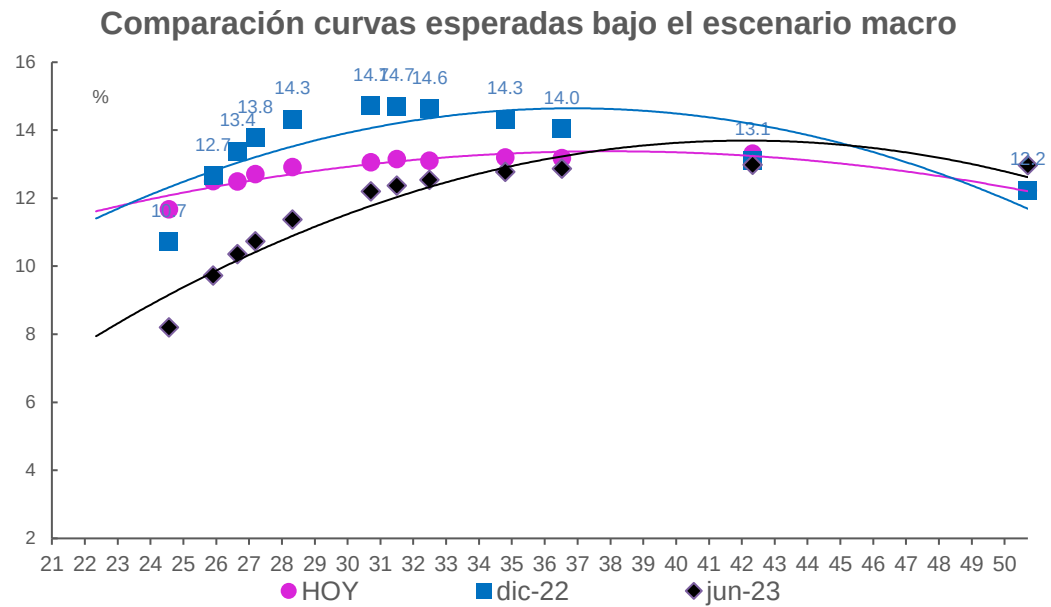


Tasa Real Largo Plazo en EEUU
(Tasa 5Y5Y / BEI 5Y5Y)

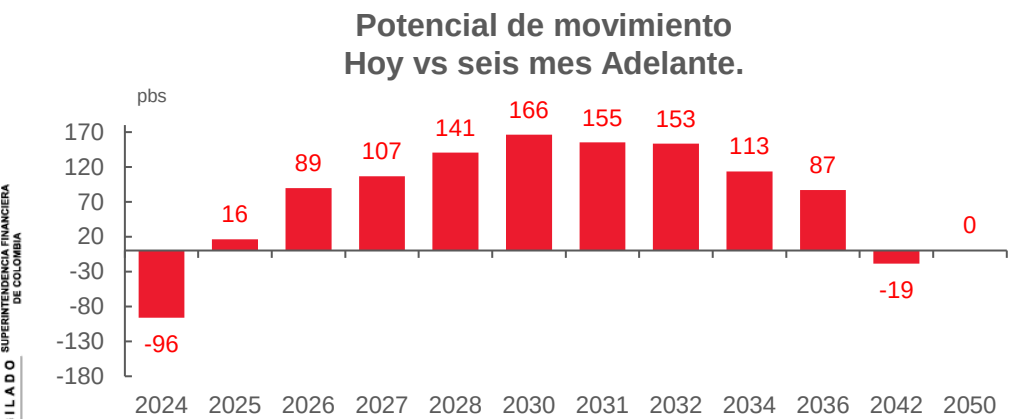


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics. Fecha de corte Julio 7 de 2022.

En lo que resta del año la incertidumbre y tendencial al alza de las tasas puede perdurar si la Reserva Federal sigue confirmando que llegaría al 4%. Al horizonte a un año, la parte corta y media sería la de más valor en la medida en que se ancitiparía el ciclo de recortes del Banrep.

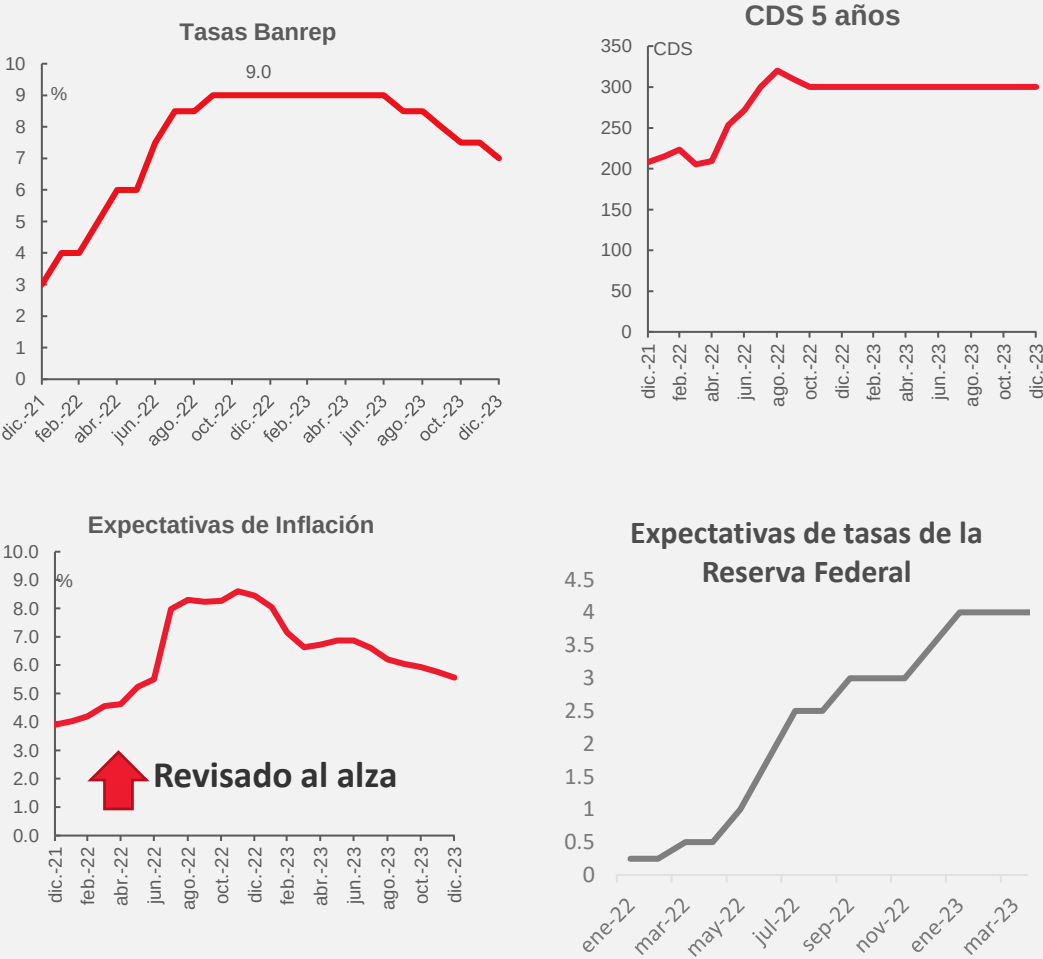


Sources: Scotiabank Economics.



Fuente: Cálculos Scotiabank Economics.

Supuestos macroeconómicos



Estadísticas de Renta Fija

Mediano Plazo

Estructura de Tenedores COLTES (Junio)

Estructura curva de rendimientos (al 15 de Julio)

Corto plazo

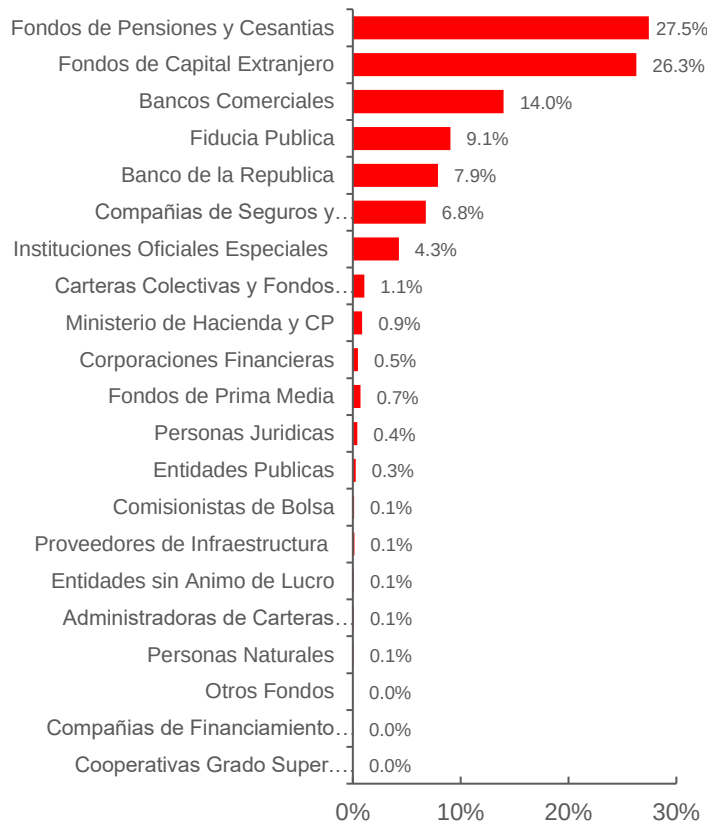
Compras netas COLTES (al 8 de Julio)

Volúmenes de Transacción (al 15 de Julio)

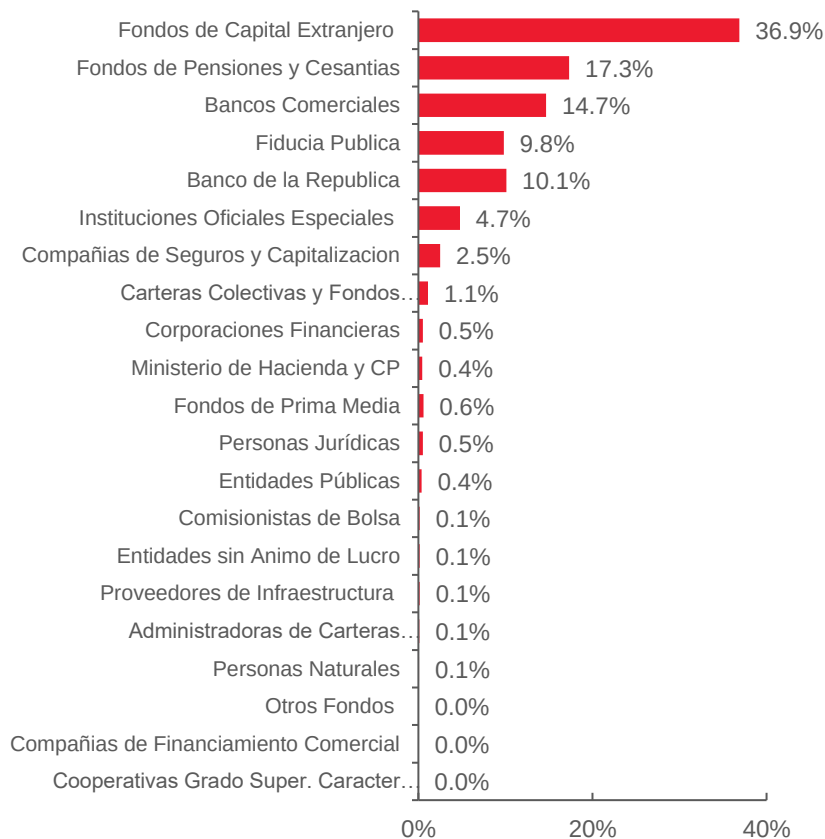
Evolución de la subastas (Junio)

Tenedores de TES Junio 2022

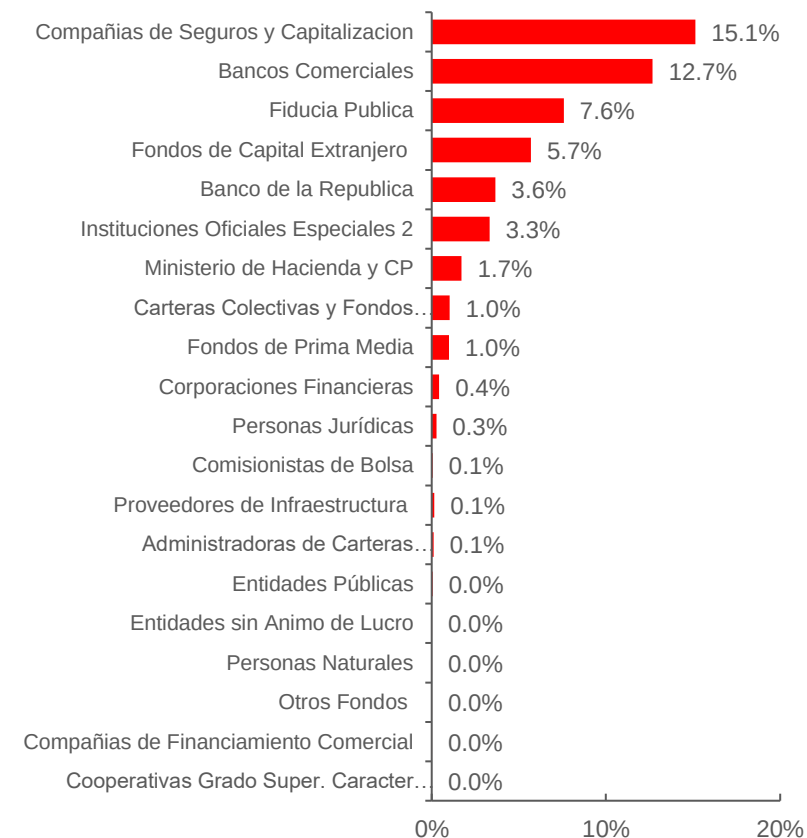
Participación por agente en las tenencias de
COLTES TOTAL



Participación por agente en las tenencias
de **COLTES PESOS**



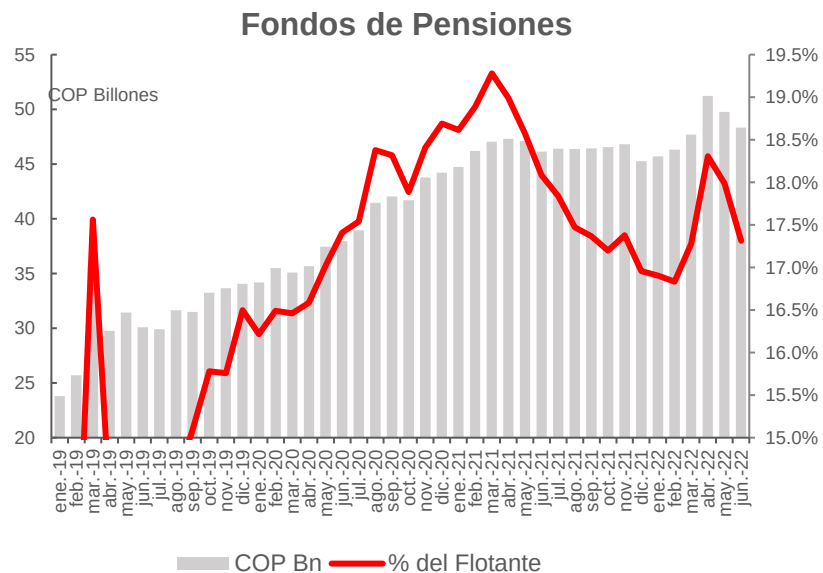
Participación por agente en las tenencias
de **COLTES UVR**



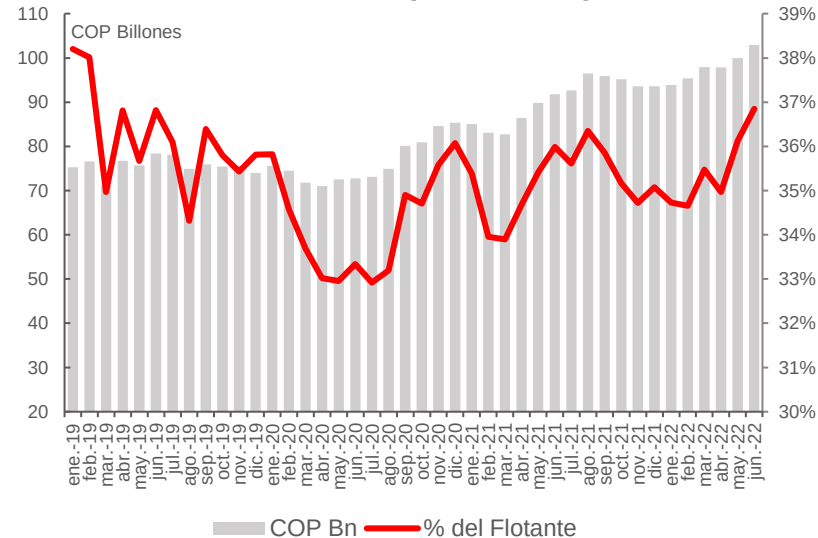
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Fecha de corte Junio 30 de 2022

Evolución tenencias de los principales agentes

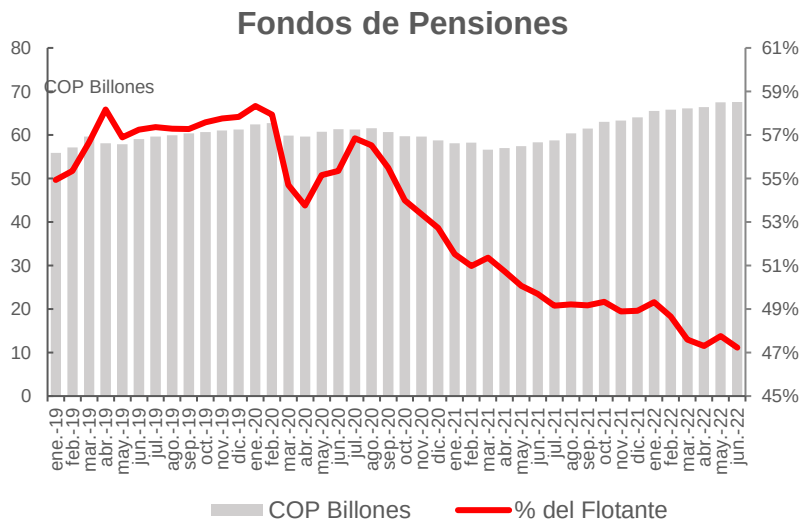
COLTES Pesos



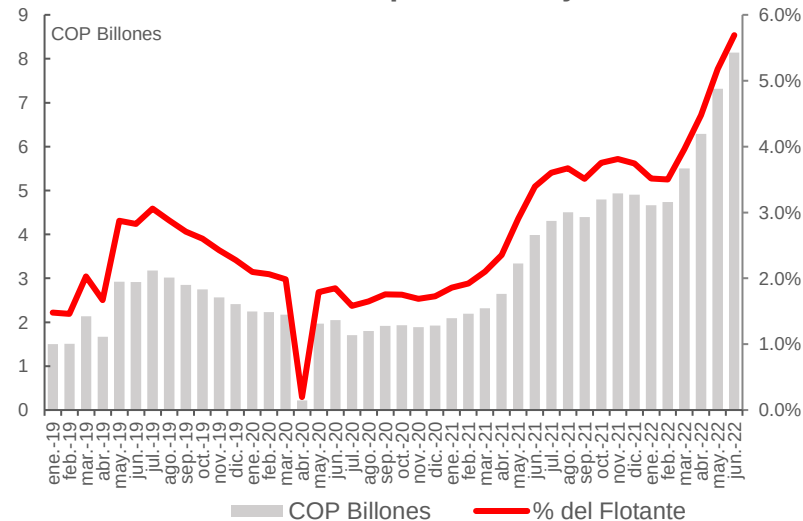
Fondos de Capital Extranjero



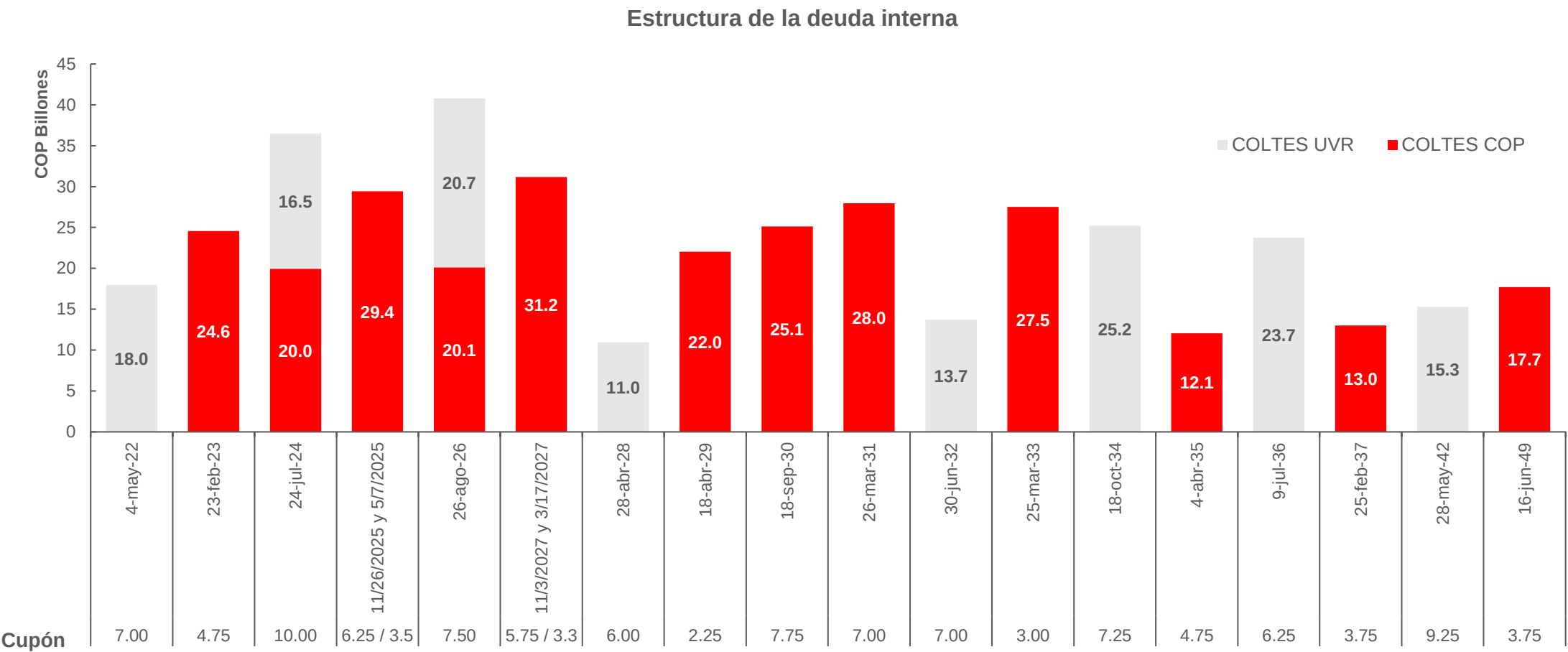
COLTES UVR



Fondos de Capital Extranjero



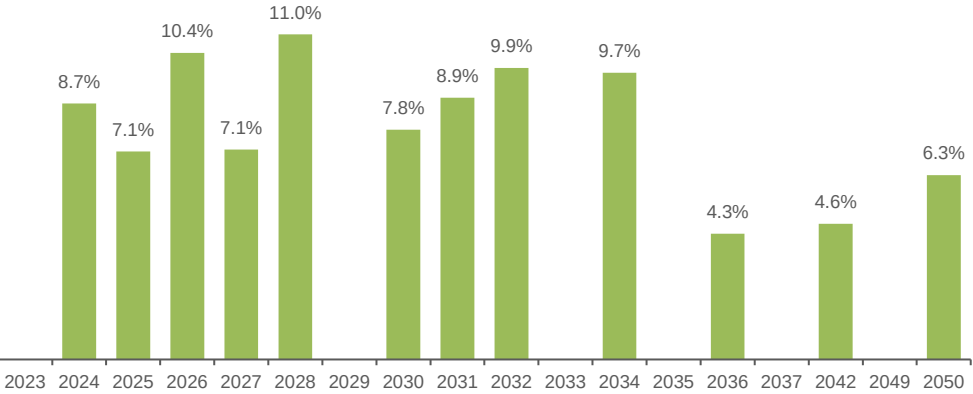
Estructura de la Curva: Oustanding por referencia – Cifras en billones de pesos



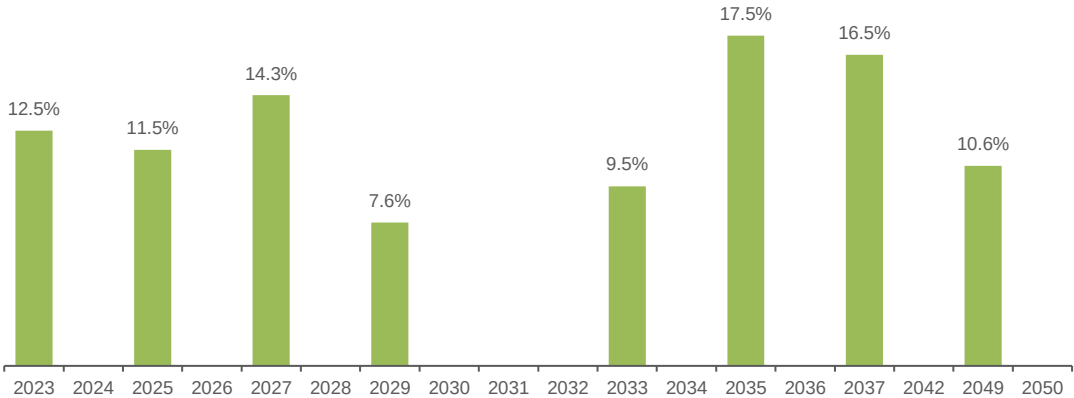
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics. Fecha de corte Julio 15 de 2022

Estructura de la Curva: Peso de cada referencia de TES sobre el outstaning total.

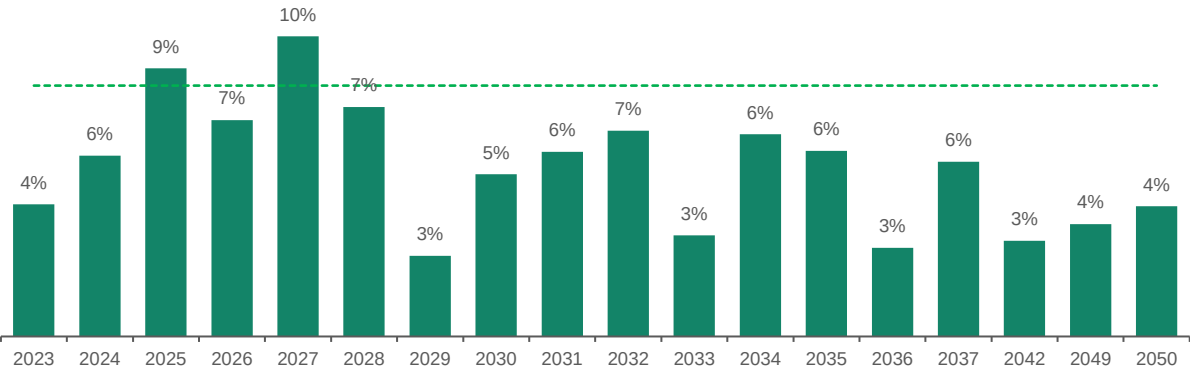
Peso de cada referencia de COLTES pesos sobre el total del outstanding de los COLTES pesos



Peso de cada referencia de COLTES UVR sobre el total del outstanding de los COLTES UVR



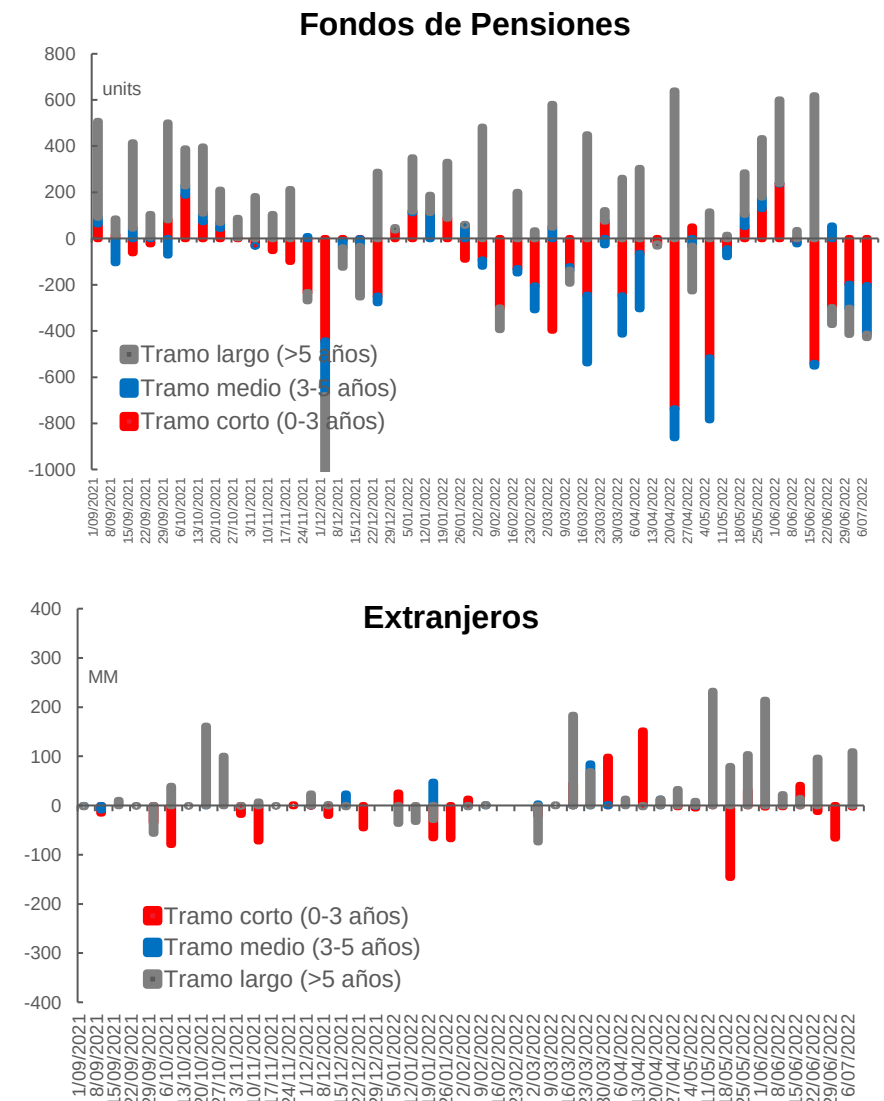
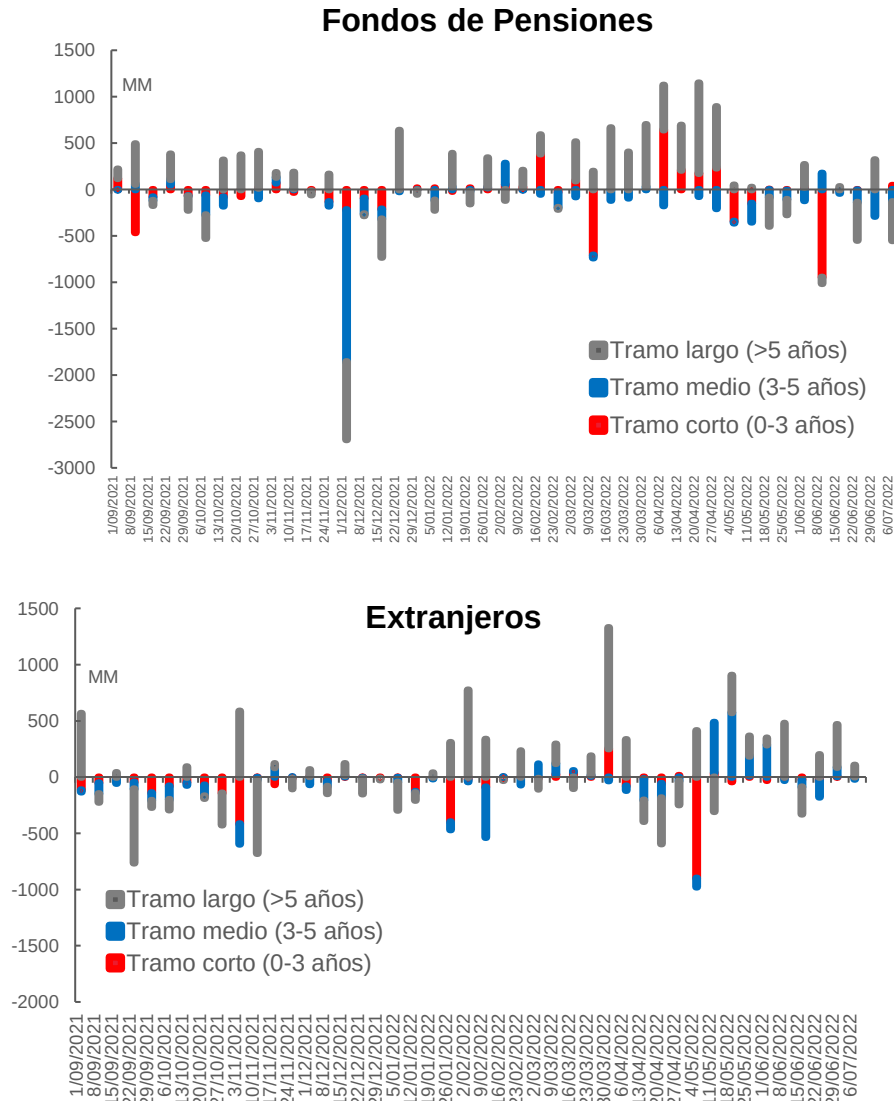
Peso de cada referencia por año sobre el total del outstanding



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Cálculos Scotiabank Economics. Fecha de corte 15 de Julio de 2022

Evolución de las compras netas semanales

Compras netas COLTES Pesos

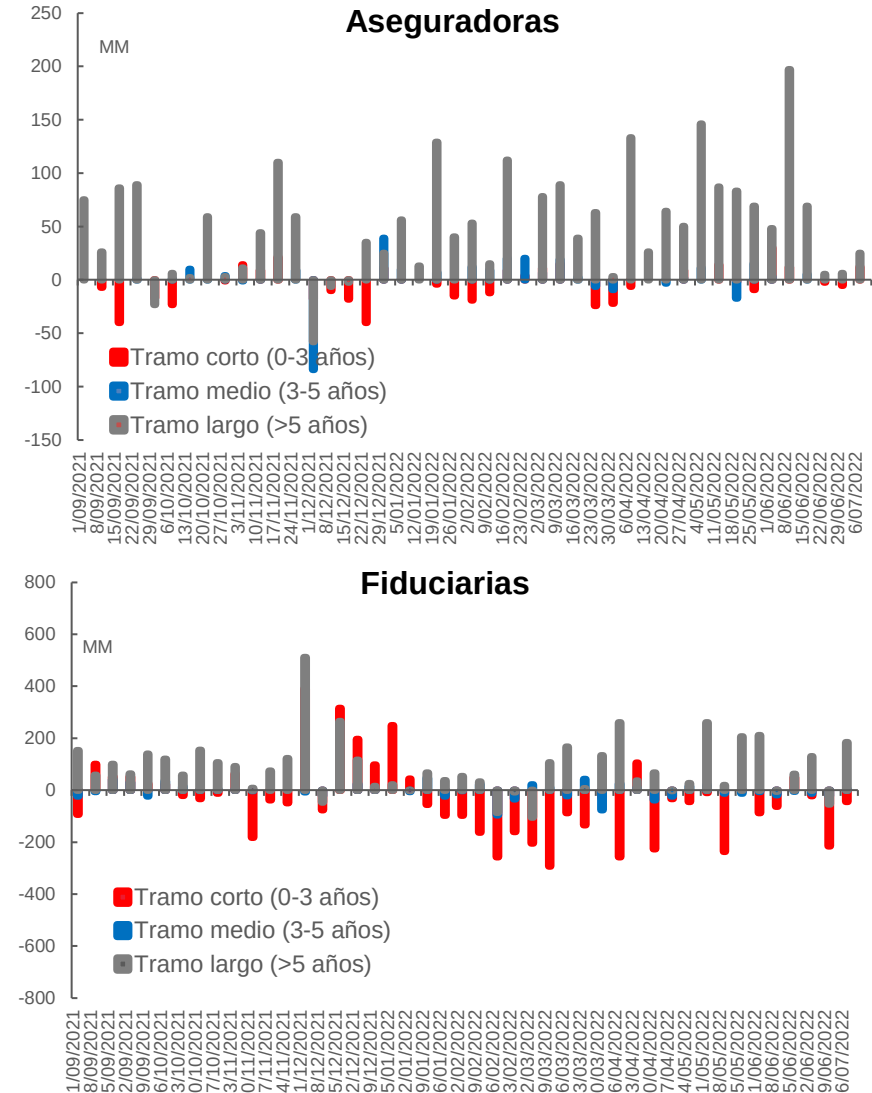
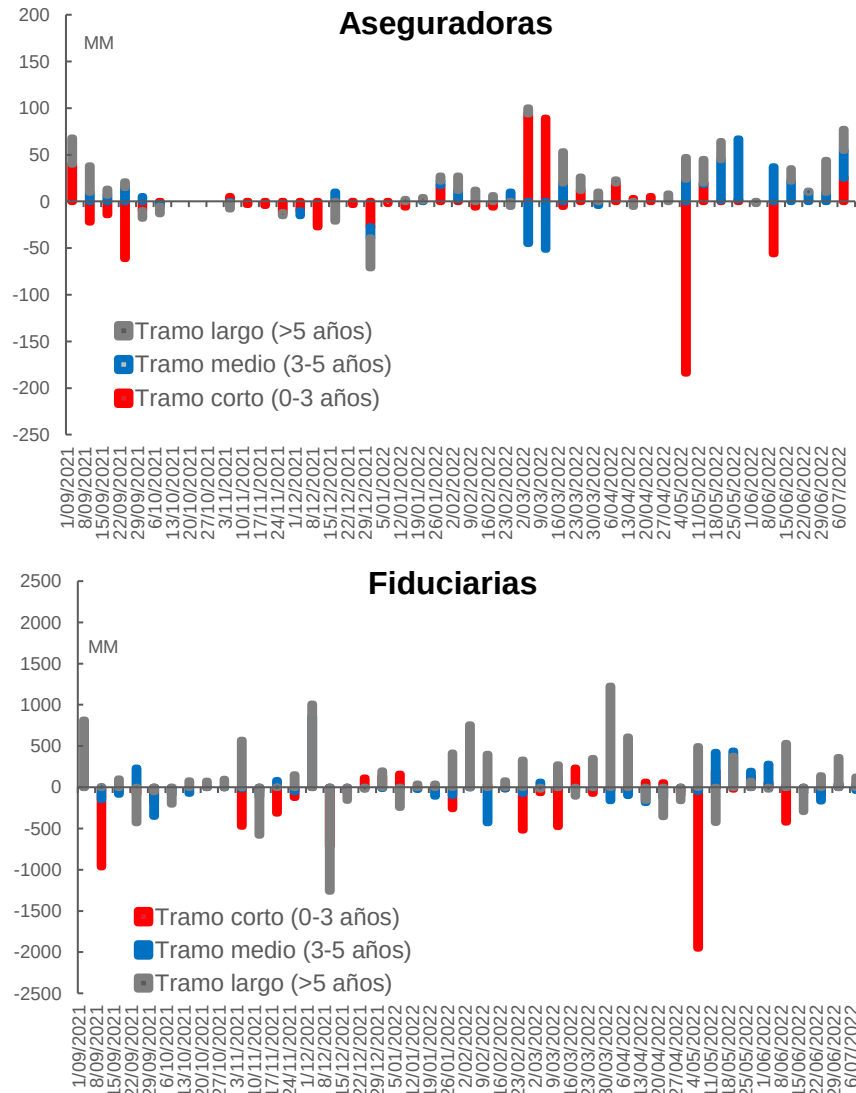


Compras netas COLTES UVR

Fuente: Banco de la República, Scotiabank Colpatría. Fecha de corte 8 de Julio de 2022

Evolución de las compras netas semanales

Compras netas COLTES Pesos

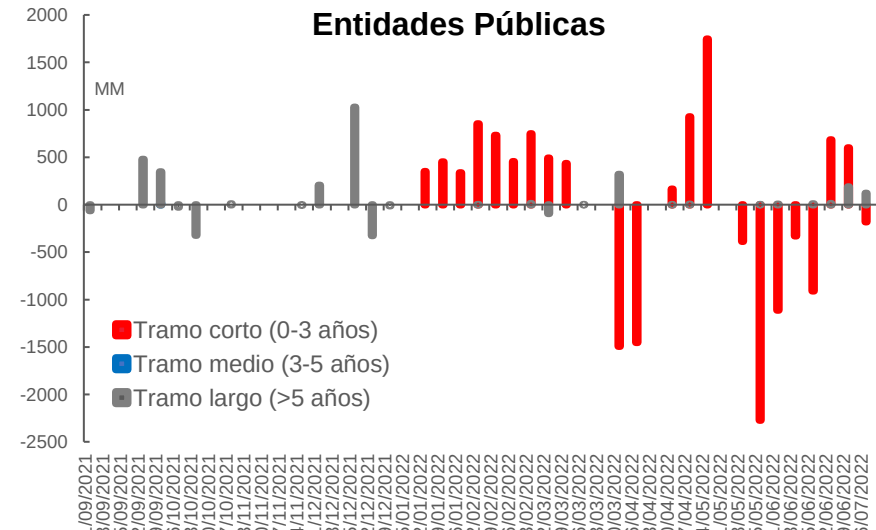
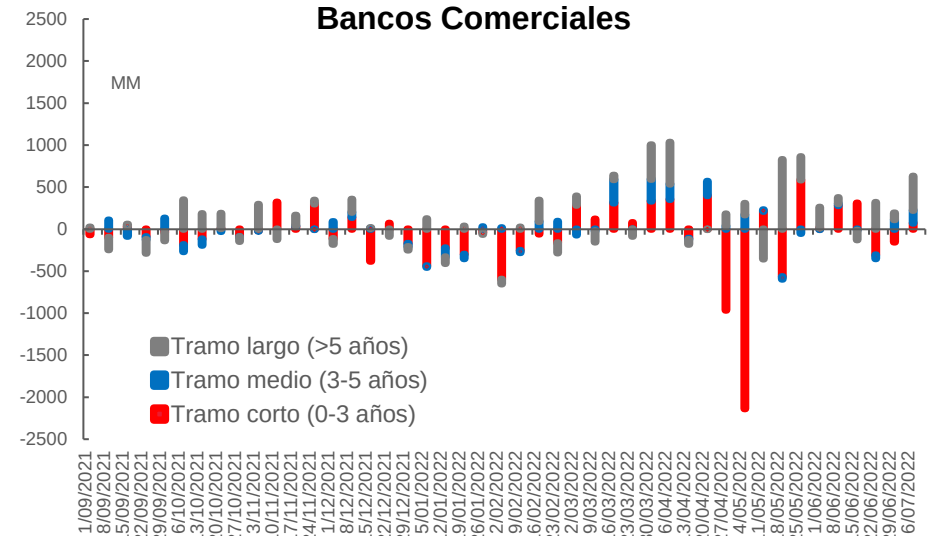
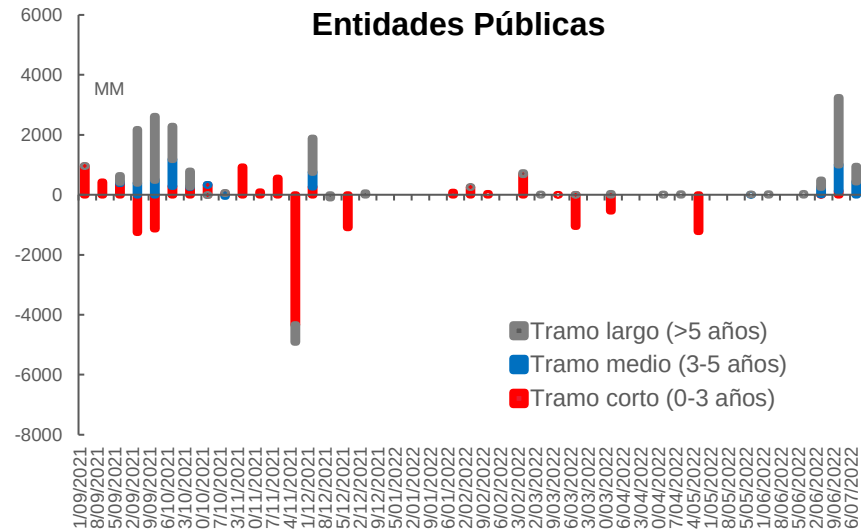
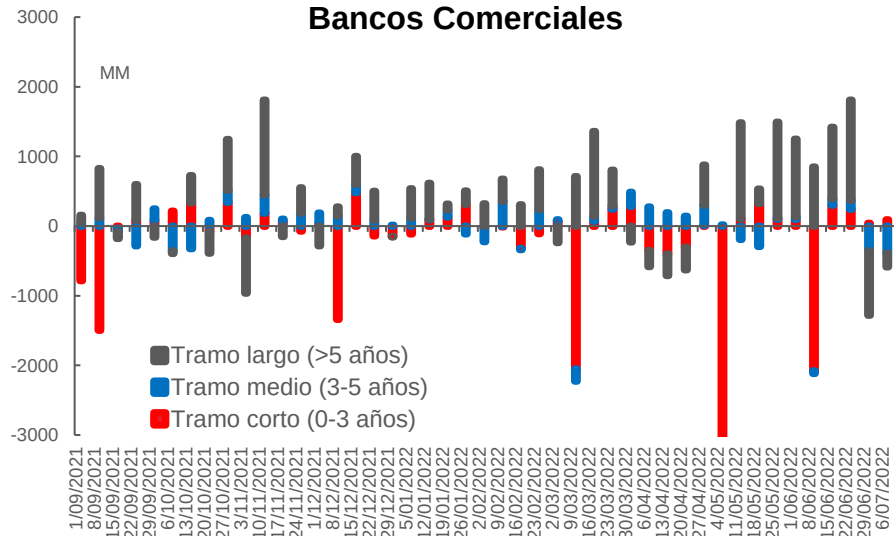


Compras netas COLTES UVR

Fuente: Banco de la República, Scotiabank Colpatria. Fecha de corte 8 de Julio de 2022

Evolución de las compras netas semanales

Compras netas COLTES Pesos

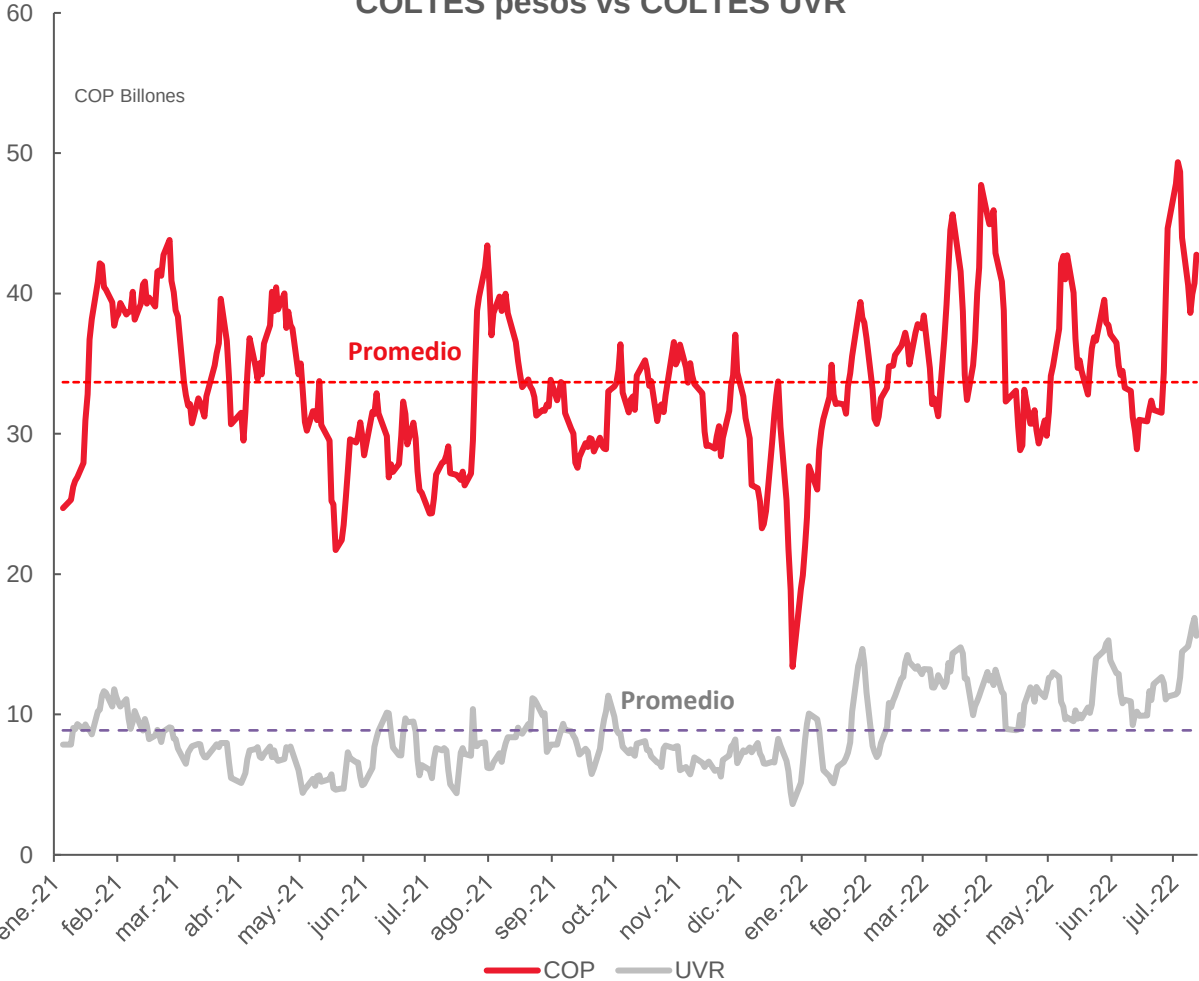


Compras netas COLTES UVR

Fuente: Banco de la República, Scotiabank Colpatría. Fecha de corte 8 de Julio de 2022

Volúmenes transados mercado secundario

Evolución promedio de 5 días de negociación
COLTES pesos vs COLTES UVR



Distribución por percentiles de los niveles de negociación promedio 5 días
(Billones de pesos)

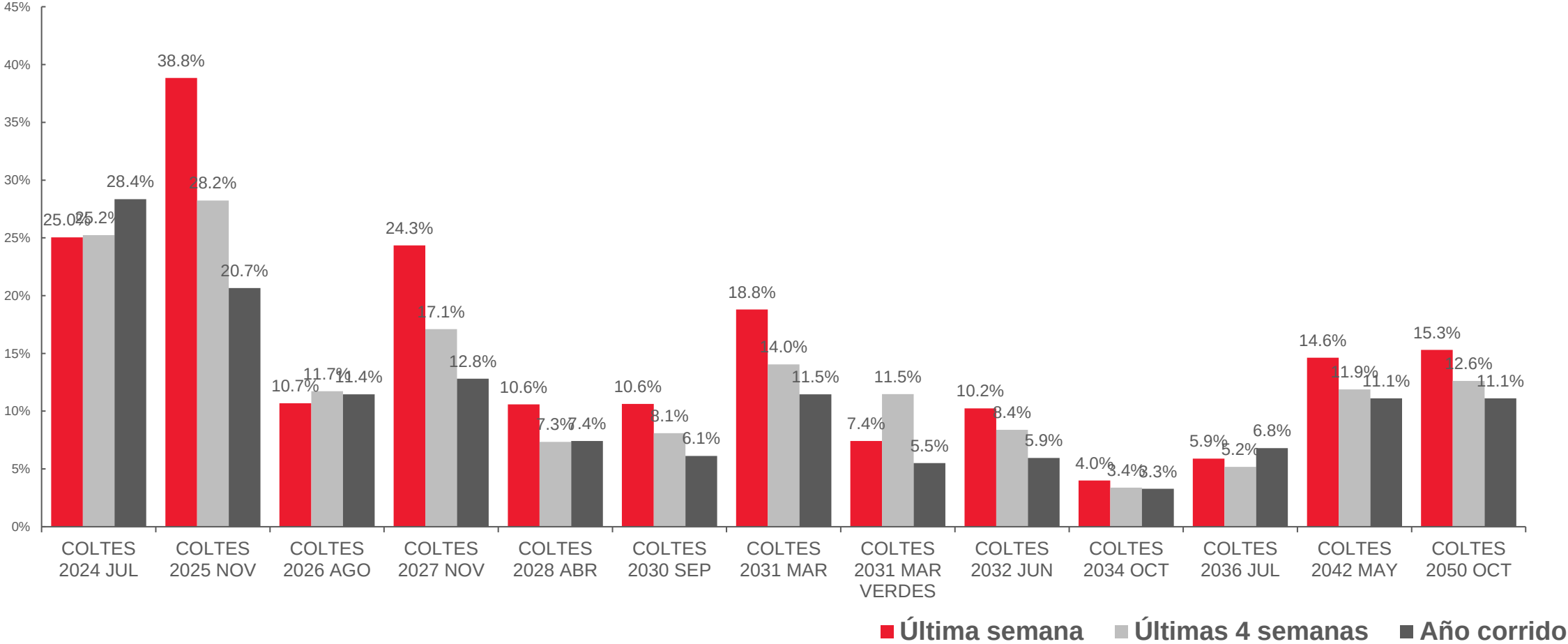
Percentil	COP	UVR
5%	25	5,2
10%	27	6,0
20%	30	6,6
30%	31	7,3
40%	32	7,7
50%	33	8,2
60%	35	9,0
70%	37	10,1
80%	39	11,3
90%	41	12,7
100%	49	16,9
Último corte	43	16

La negociación de títulos COLTES pesos y UVR está en un percentil alto respecto a lo observado desde 2021.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Economics. Fecha de corte Julio 15 de 2022

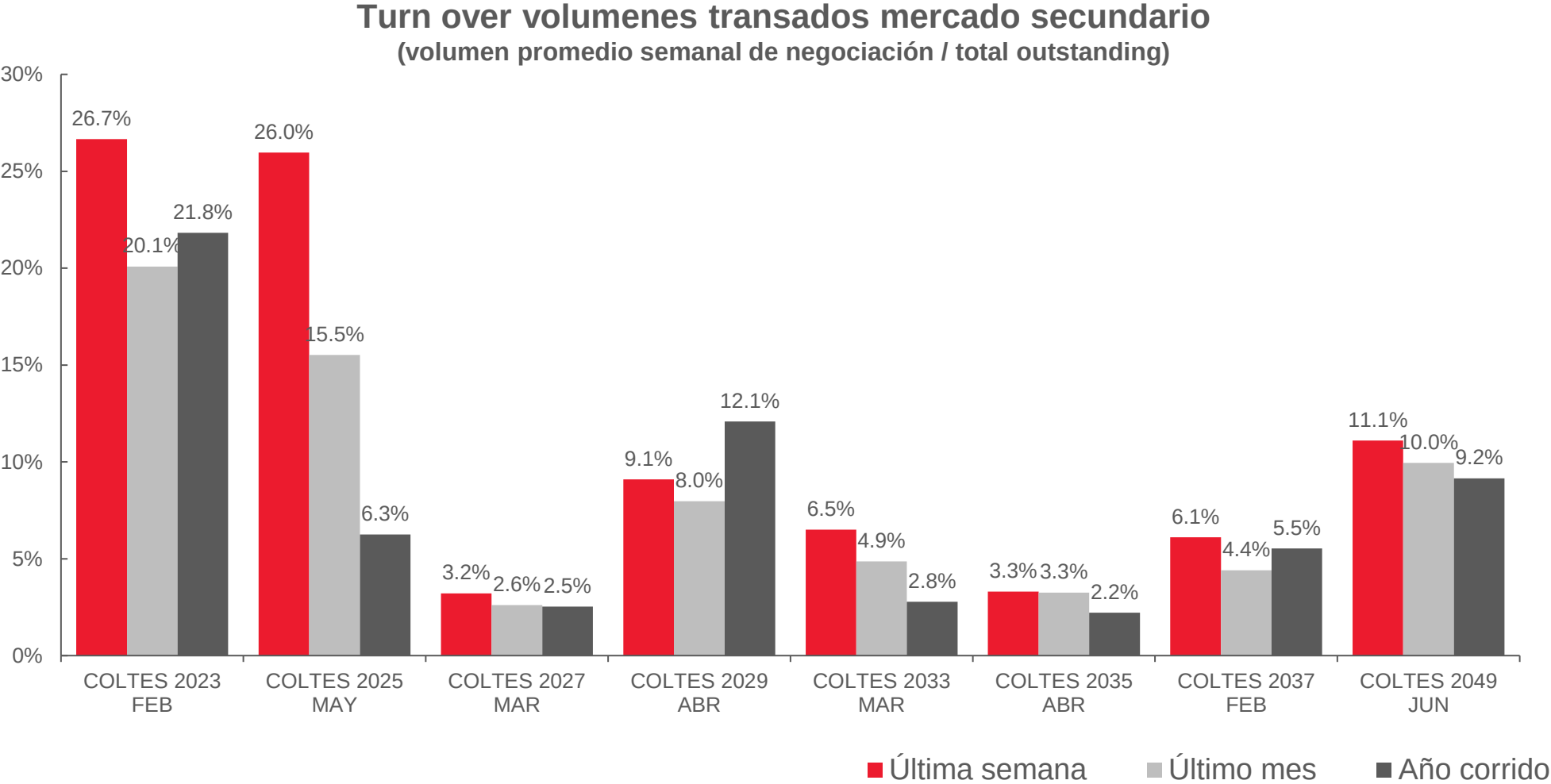
Turn over por referencia COLTES pesos

Turn over volúmenes transados mercado secundario
(volumen promedio semanal de negociación / total outstanding)



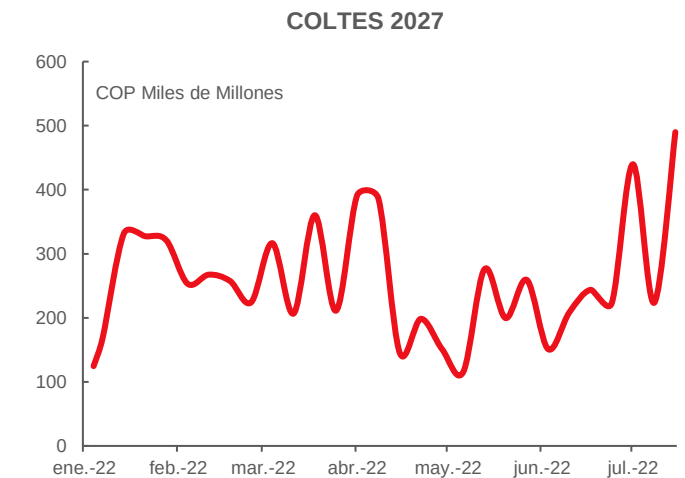
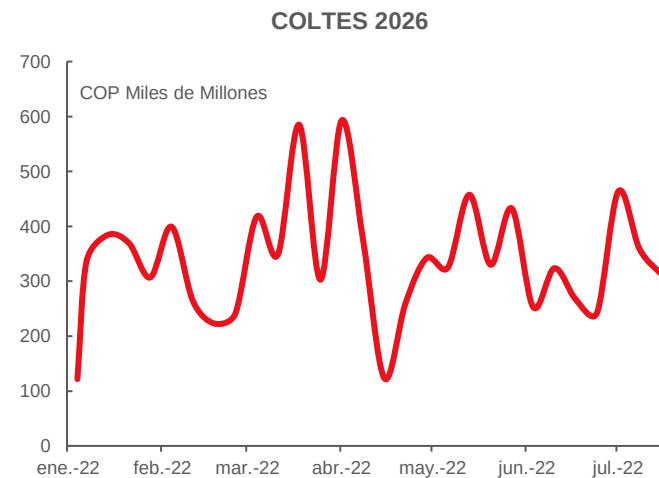
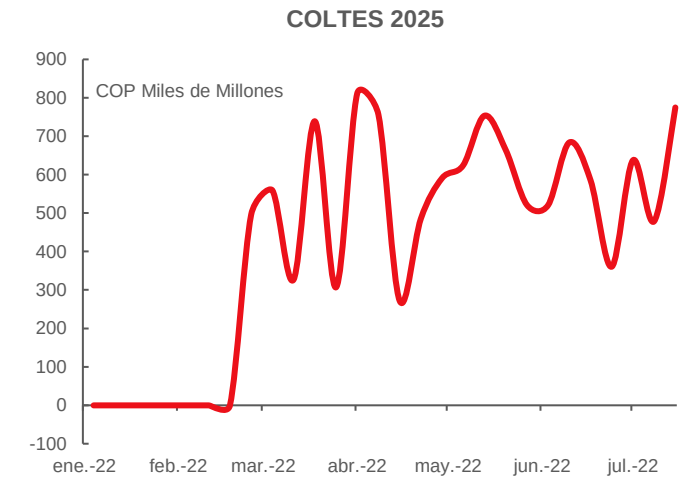
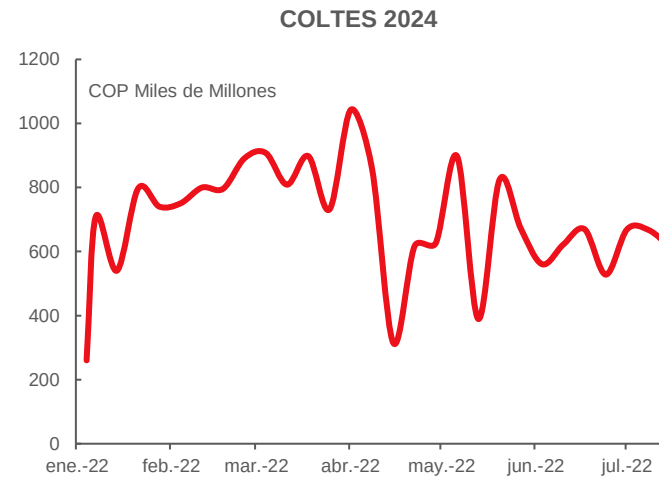
Fuente: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Economics. Fecha de corte Julio 15 de 2022

Turn over por referencia COLTES UVR



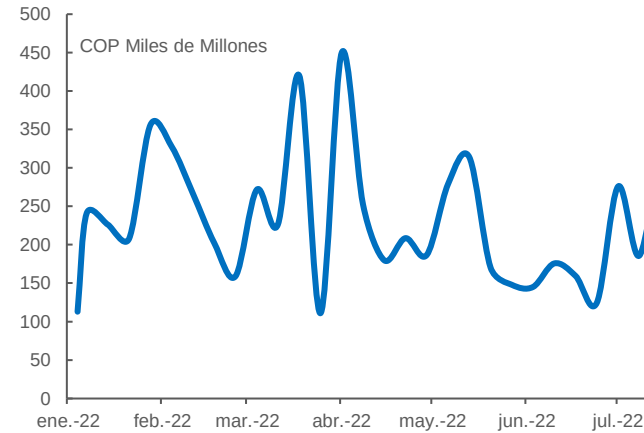
**Volúmenes
semanales:**

**COLTES PESOS
0 a 5 años**

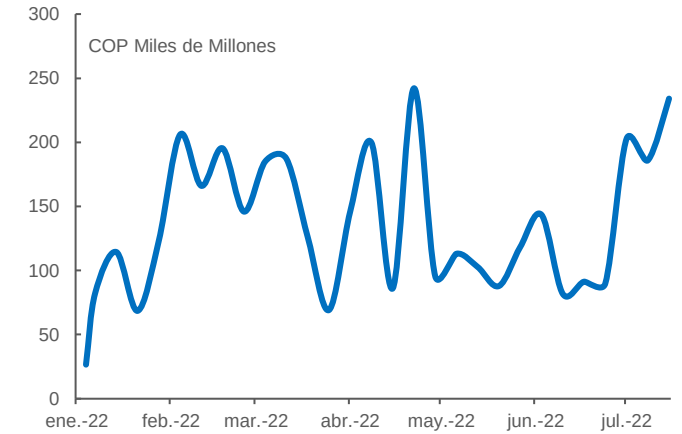


Volúmenes semanales: COLTES PESOS 5 a 10 años

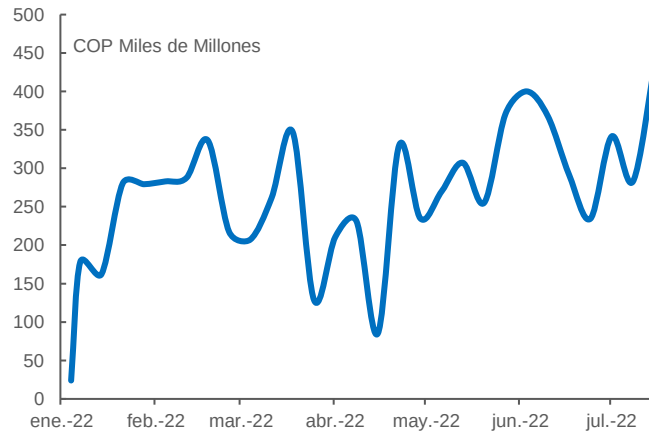
COLTES 2028



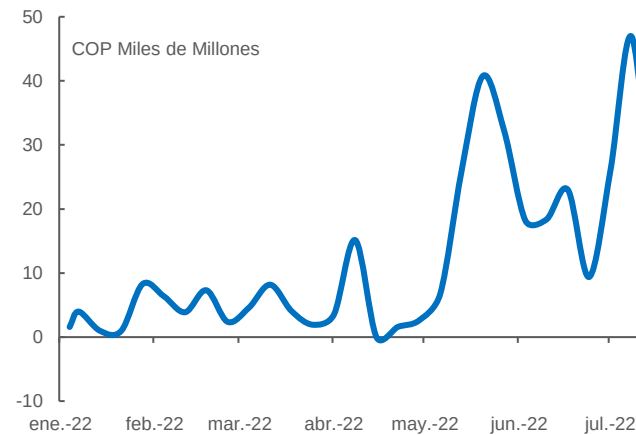
COLTES 2030



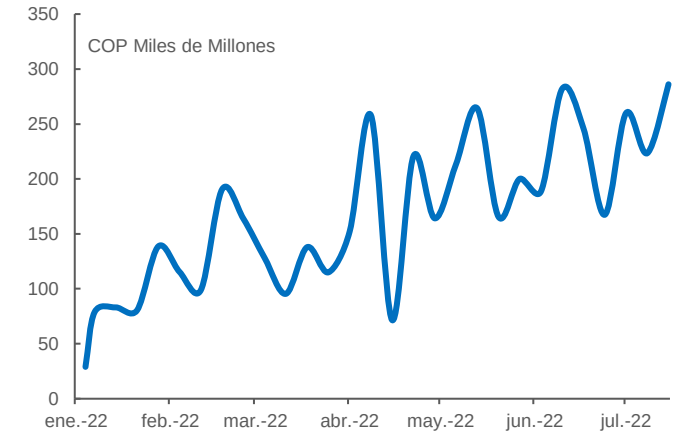
COLTES 2031



COLTES 2031 VERDES

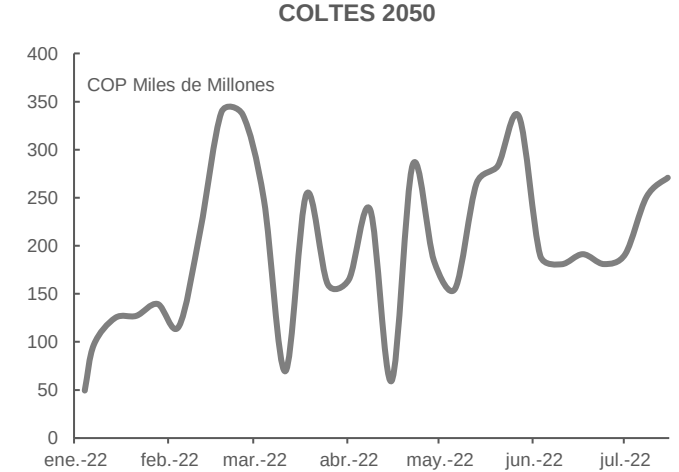
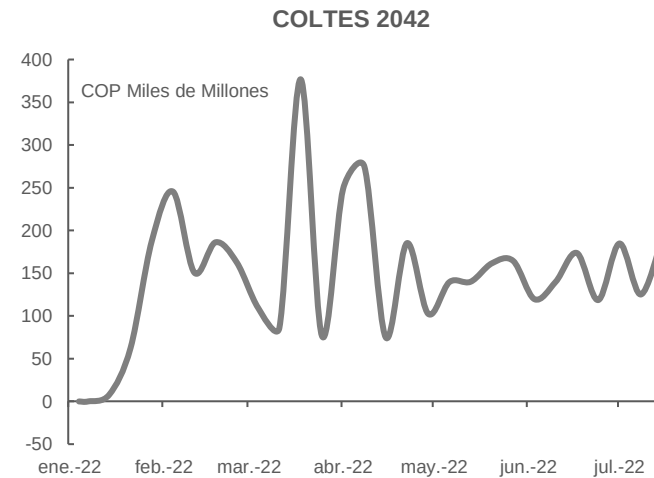
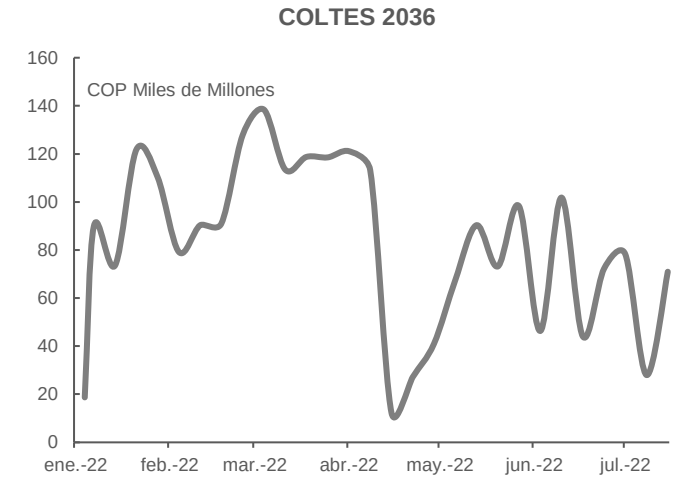
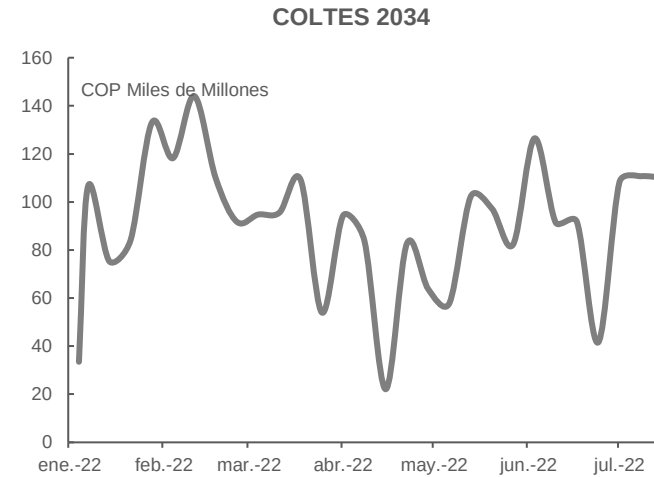


COLTES 2032



**Volúmenes transados
semanales:**

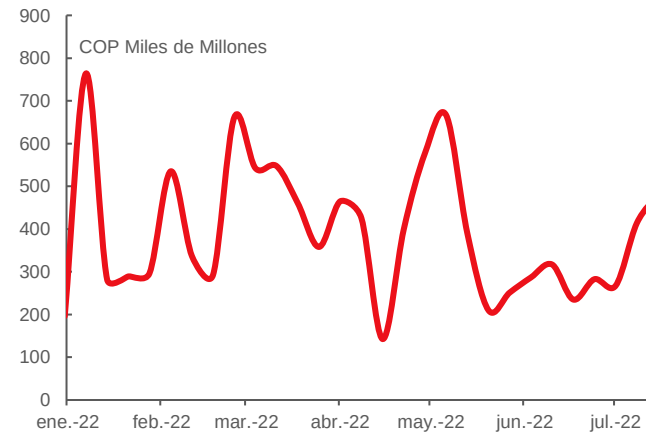
**COLTES PESOS
más de 10 años**



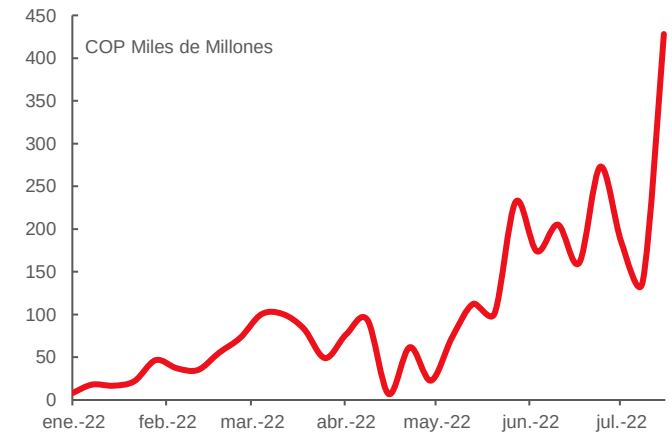
Volúmenes transados semanales

COLTES UVR 0 a 10 años

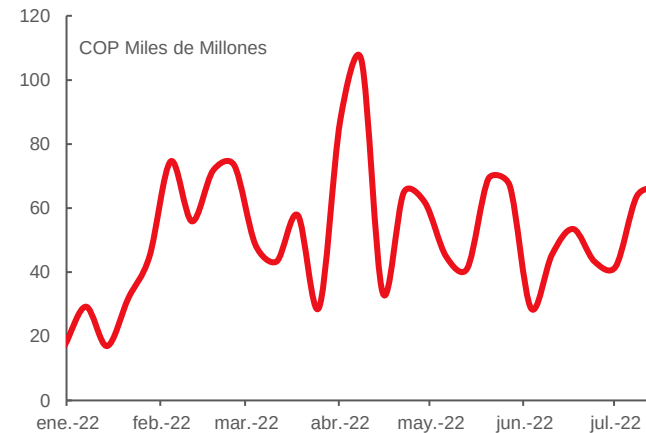
COLTES UVR 2023



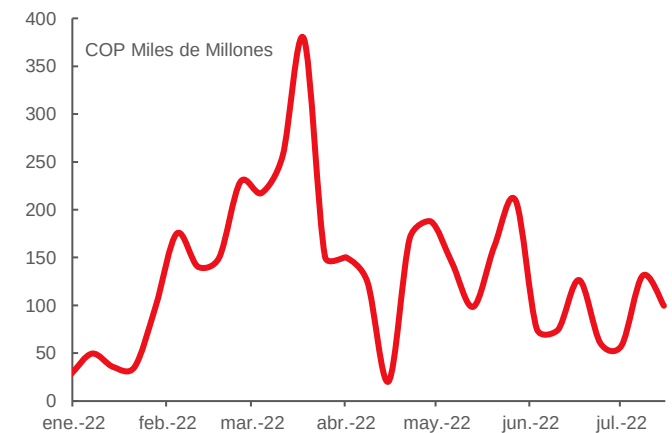
COLTES UVR 2025



COLTES UVR 2027



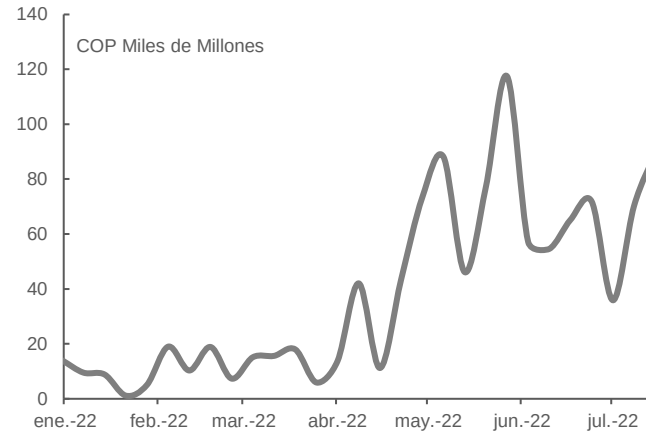
COLTES UVR 2029



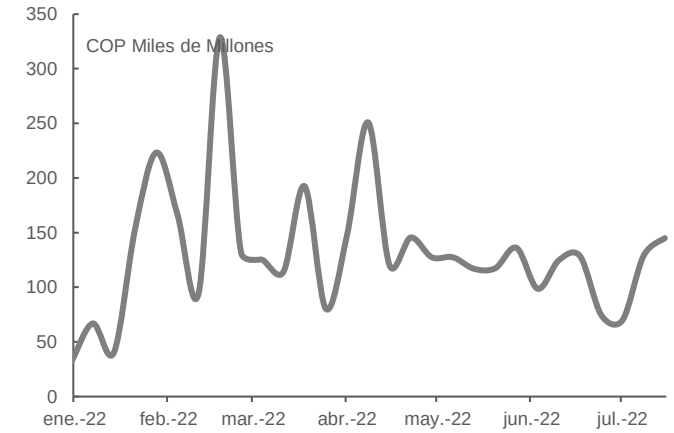
Volúmenes transados semanales

COLTES UVR más de 10 años

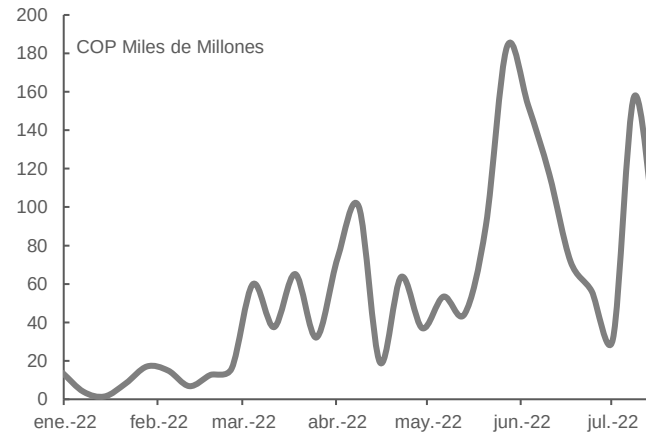
COLTES UVR 2033



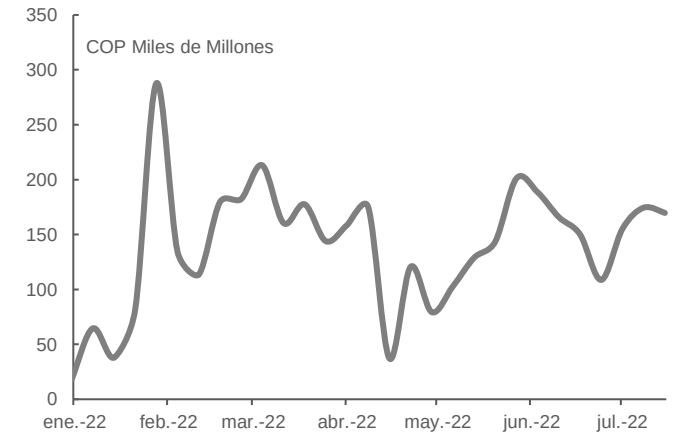
COLTES UVR 2037



COLTES UVR 2035



COLTES UVR 2049



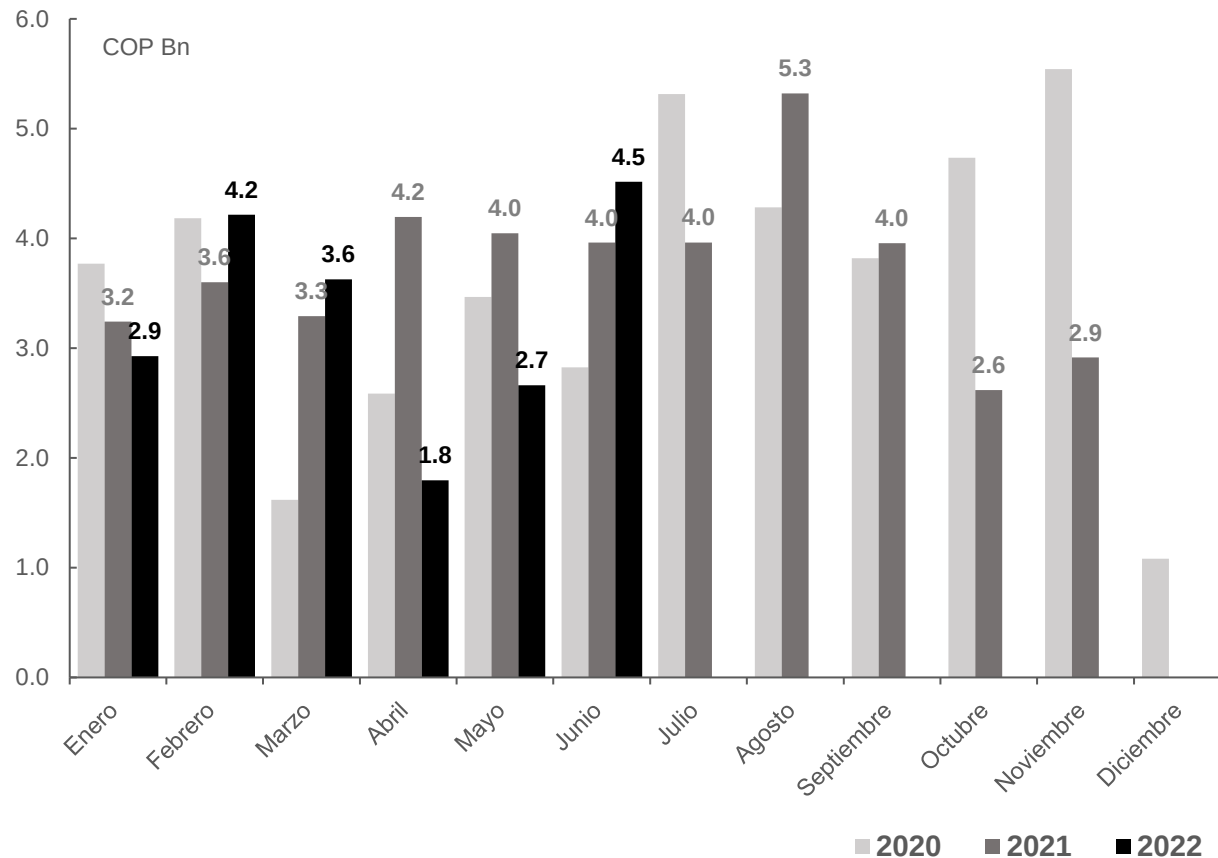
Evolución de las Subastas

De acuerdo con el plan financiero 2022, el monto total de subastas para el año está previsto en COP 36 billones

Fuentes y Usos 2022					
	Plan Financiero 2022		Marco Fiscal 2022		
Fuentes (COP bn)	111.1		111.4	Usos (COP bn)	
Desembolsos	76.0		67.0	Déficit a Financiar	80.0
Externos (USD 6.2MM)	23.8	(USD 4.4 MM)	17.3	Intereses internos	34.0
				Intereses Externos (US\$ 2.9MM)	12.0 (US\$ 2.9 MM)
Locales	52.2		49.7	Amortizaciones	14.0
Subastas COLTES	36.0		36.0	Externas (US\$ 1.0bn)	4.2 (US\$ 998 M)
Bonos verdes	1.5		1.5	Domésticas	9.8
Operaciones de tesorería	6.1		5.5	Pago de Obligaciones (Sentencias, Salud, C	5.6
Otros y ajustes por causación	7.3		17.1	Disponibilidad Final	11.6
Disponibilidad Inicial	21.8		21.8		15.7

Evolución de las Subastas

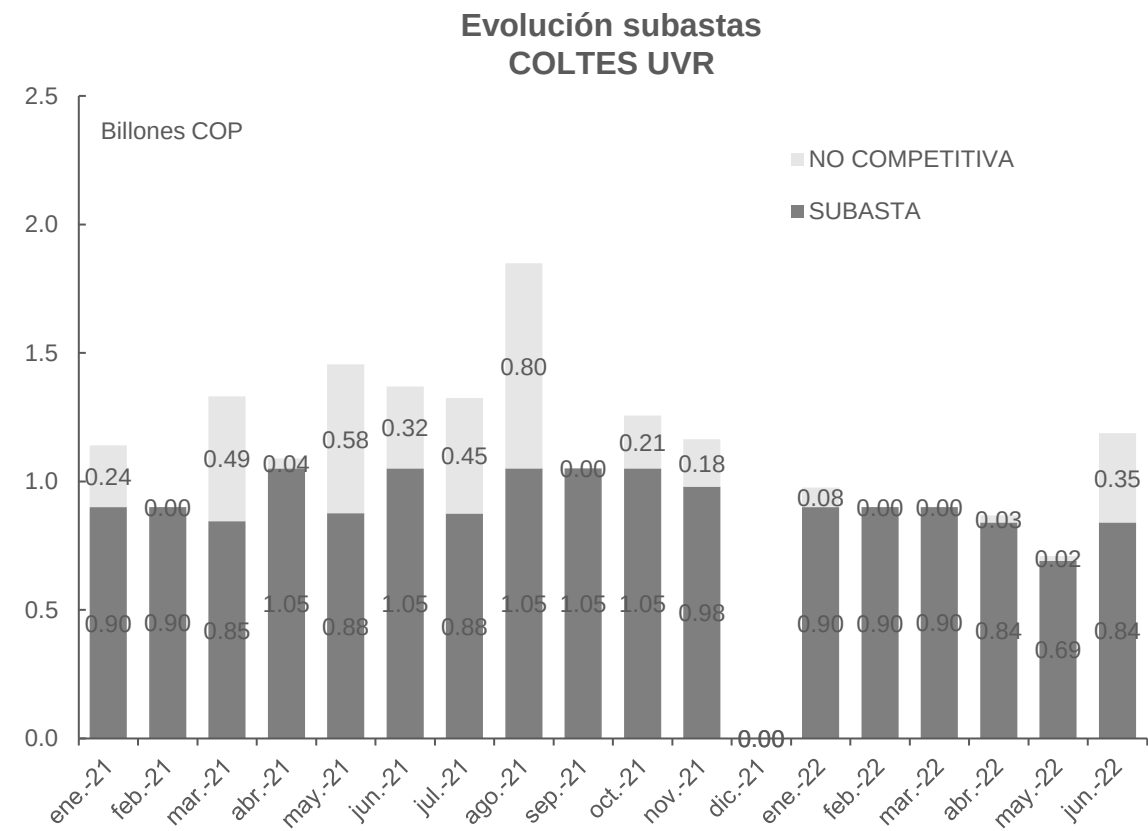
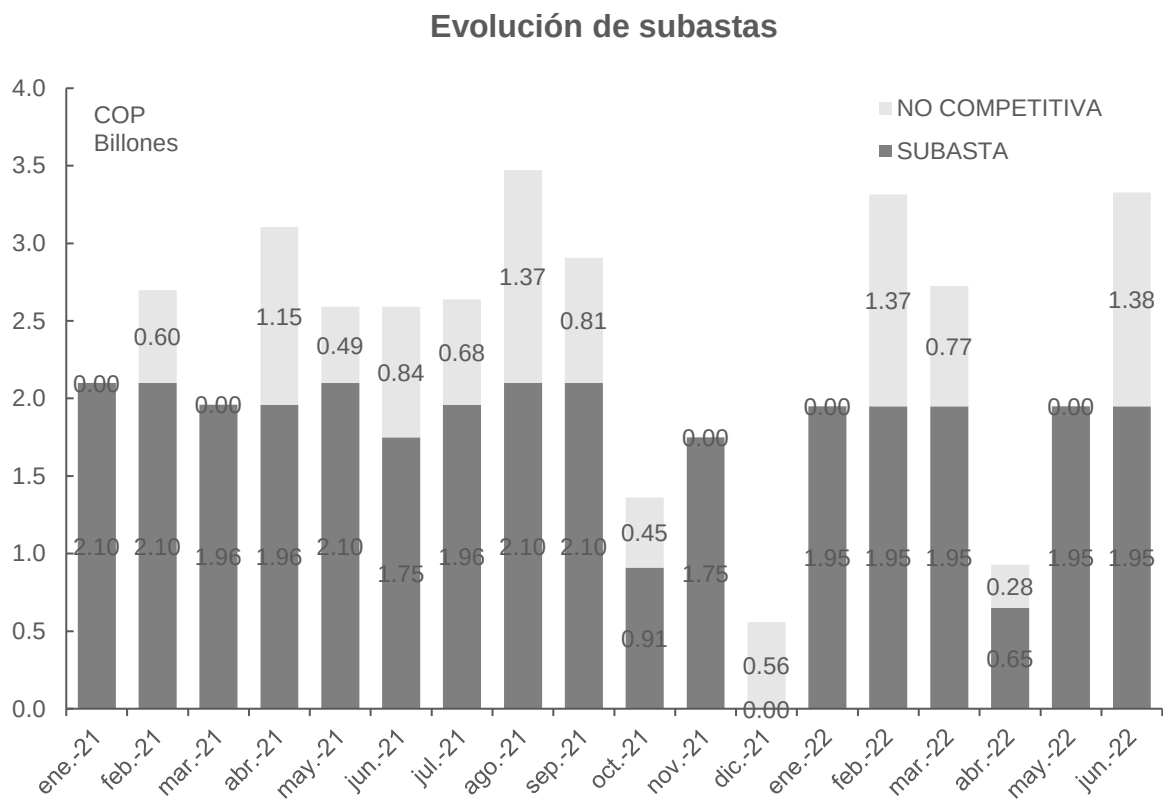
Evolución de las subastas COLTES LP por mes
2022 vs 2021 vs 2020



El Ministerio de Hacienda colocó \$4.5 billones en subastas de TES en Junio de 2022, un 14% más que el mismo mes de 2021.

Luego del Marco Fiscal de Mediano Plazo, la meta de colocaciones sigue siendo de COP 36 billones. En el primer semestre se ha cumplido el 55%.

Evolución subastas de TES. Las subastas no competitivas han sido inferiores en el año



Fuente: Min Hacienda, Scotiabank Economics. Fecha de Corte: Julio 7 / 2022

Proyecciones Macro

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023
Cuentas Nacionales					
Crecimiento real del PIB (anual %)	3.2	-7.0	10.9	6.3	2.9
Demanda Interna (a/a, %)	4.0	-7.4	13.8	7.7	3.4
Consumo (a/a, %)	4.2	-4.1	14.2	4.4	1.2
Privado (a/a, %)	4.0	-5.0	15.4	4.5	0.8
Gobierno (a/a, %)	5.4	-0.7	10.4	3.8	2.8
Formación Bruta de Capital Fijo(y/y, %)	2.6	-20.7	14.0	22.3	12.4
Exportaciones netas (% del PIB)	17.5	-15.4	59.0	26.0	7.9
Exportaciones (a/a, %)	3.3	-22.6	16.0	12.5	4.6
Importaciones (a/a, %)	7.7	-20.2	30.5	17.5	6.1
Mercado Laboral					
Desempleo (% , promedio)	10.5	16.1	13.7	10.8	10.7
Balanza de Pagos					
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14.1	-13.2	-20.5	-18.7	
Exportaciones (USD\$, MM)	51.3	38.1	50.4	63.1	
Importaciones (USD\$, MM)	65.5	51.3	70.9	81.9	
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-18	
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4.6	-3.4	-5.7	-5.0	-3.80
Términos de Intercambio (a/a, %)	4.04	-12.62	20.74		
Precios, tasas & Tasa de Cambio					
IPC (a/a, %, fin periodo)	3.80	1.61	5.62	9.74 ↑	4.58 ↑
IPC (a/a, %, promedio)	3.52	2.53	3.49	9.30	5.89
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3.45	1.03	3.44	7.64	5.36
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	3960	3951
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	3920	3950
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4.25	1.75	3.00	9.0	7.0
Indicadores Fiscales*					
Deuda Bruta del GNC (% del PIB)	50.3	64.7	63.8	56.5	56.2
Déficit del GNC (% del PIB)	-2.5	-7.8	-7.1	-5.6	

* Plan Financiero, Min Hacienda

Aviso Legal

™ Marca de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia (donde corresponda). Scotiabank, junto con “Banca y Mercados Globales” es el nombre comercial utilizado para designar las actividades de banca corporativa y de inversión global y de mercados de capitales de The Bank of Nova Scotia y algunas de sus empresas afiliadas en los países donde operan, incluyendo Scotia Capital Inc., Scotia Capital (USA) Inc., Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., que son todas miembros del grupo Scotiabank y usuarios autorizados de la marca. The Bank of Nova Scotia es una institución constituida en Canadá con responsabilidad limitada. Scotia Capital Inc. es miembro del Canadian Investor Protection Fund (Fondo Canadiense de Protección a Inversionistas). Scotia Capital (USA) Inc. es corredor y agente registrado ante la SEC (Comisión de Bolsa y Valores) y miembro de la FINRA, de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) y de la NFA. The Bank of Nova Scotia está autorizado y reglamentado por la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá. The Bank of Nova Scotia cuenta con la autorización de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y está sujeto a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera y a las limitaciones de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Los detalles sobre el alcance de la reglamentación de The Bank of Nova Scotia por parte de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido están disponibles previa solicitud. Scotia Capital Inc. está reglamentado por la Investment Industry Regulatory Organization of Canada (Organización para la Reglamentación del Sector de Inversiones de Canadá) y autorizado y reglamentado por la Autoridad de Conducta Financiera. Scotiabank Europe plc cuenta con la autorización de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y está reglamentado por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., y Scotia Inverlat Derivados, S.A. de C.V. están autorizados y reglamentados por las autoridades financieras mexicanas. Es posible que los productos y servicios aquí mencionados no estén disponibles en todas las jurisdicciones y sean ofrecidos por entidades jurídicas diferentes, que tienen autorización de usar la marca Scotiabank.

La marca ScotiaMocatta se usa en asociación con las actividades de The Bank of Nova Scotia relacionadas con metales base y preciosos.

La marca Scotia Waterous se usa en asociación con las actividades de asesoría sobre fusiones y adquisiciones de empresas del sector de petróleo y gas que lleva a cabo The Bank of Nova Scotia y algunas de sus subsidiarias, como Scotia Waterous Inc., Scotia Waterous (USA) Inc., Scotia Waterous (UK) Limited y Scotia Capital Inc., todos miembros del grupo Scotiabank y usuarios autorizados de la marca.

Scotia Capital Inc. posee y controla una participación accionaria en TMX Group Limited (TMX) y tiene un director fiduciario dentro de la junta directiva. Como tal, Scotia Capital Inc. podría tener un interés económico en la cotización de acciones en un mercado bursátil que sea propiedad u operado por TMX, incluyendo la Bolsa de Valores de Toronto, el Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Toronto y la Bolsa de Valores Alpha, cada una como Bolsa de Valores independiente. Ninguna persona o empresa tendrá la obligación de adquirir productos o servicios de TMX o de sus afiliados como condición para que Scotia Capital Inc. proporcione o continúe proporcionando un producto o servicio. Scotia Capital Inc. no exige que los emisores de acciones o que los accionistas que pretendan vender acciones coticen en alguna de las Bolsas como condición para que suscriba o continúe suscribiendo o que proporcione o continúe proporcionando un servicio.

Acerca de Scotiabank Colpatría

Scotiabank Colpatría cuenta con un amplio portafolio en el cual se destacan créditos a clientes del segmento Corporativo, Empresarial y Pyme, así como crédito de consumo, préstamos hipotecarios, entre otros. Es uno de los principales emisores de tarjetas de crédito (incluidas marcas compartidas), y de crédito rotativo. Tiene presencia en 33 ciudades colombianas, una amplia red de oficinas, corresponsalía bancaria y más de 700 cajeros automáticos propios a nivel nacional. Para acceder al variado portafolio de productos se puede consultar la página web: www.scotiabankcolpatria.com, con la fuerza comercial en las sucursales o en la línea de atención en Bogotá (601) 756 1616 y a nivel nacional 01 8000 522222.

Acerca de Scotiabank

Scotiabank es un banco líder en las Américas. Inspirándonos en nuestro propósito corporativo, “por nuestro futuro”, ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capital. Con un equipo de aproximadamente 90,000 empleados y alrededor de \$1.2 billones en activos (al 31 de octubre de 2021), Scotiabank cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite <http://www.scotiabank.com> y síganos en Twitter @ScotiabankViews.