

El rompecabezas de Crédito Público

Deuda pública

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público sigue ejecutando paso a paso su estrategia de reducción del costo de la deuda y cada vez se conocen más fichas del rompecabezas que se derivan de la operación de TRS.

Si bien las dudas siguen siendo numerosas, en materia de montos, avances y distribución del portafolio, la estrategia de gestión de deuda sigue basada en 3 pilares:

- Aumentar la liquidez del Tesoro Nacional.
- Reducir del costo de la deuda.
- Gestionar el riesgo de la deuda, por medio de diversificación de las monedas en las que se financia la deuda.

Entonces, ¿Qué acciones se han ejecutado para consolidar cada uno de esos pilares?

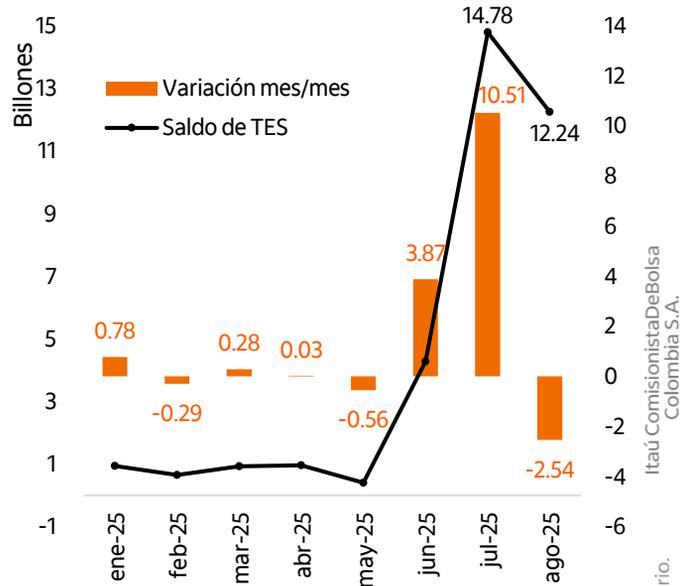
1. Aumentar la liquidez del Tesoro Nacional

Con una cuenta de la DTN que registra niveles mínimos históricos (aprox \$7 billones), la estrategia para aumentar la liquidez fue la creación de un portafolio de reserva que no solo incluya efectivo, sino también que este conformado por activos, que a su vez generen eficiencias para el mercado, como reducir la prima de riesgo de los TES.

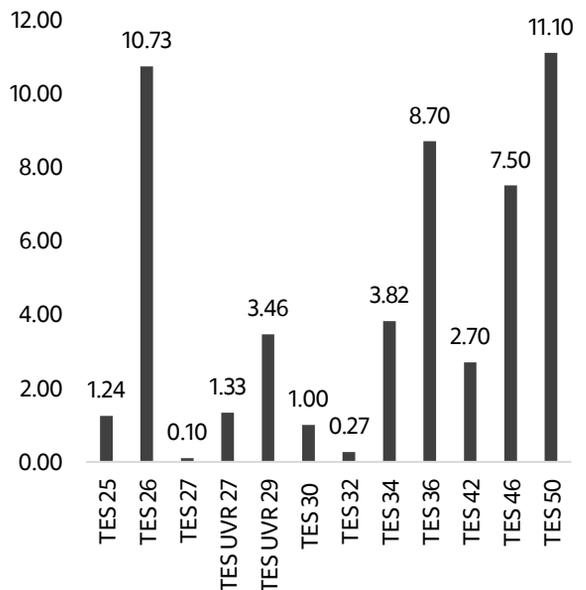
Inicialmente el foco fue en conformar el portafolio de TES. El MinHacienda se volvió un comprador natural sobre la curva de TES desde junio y alcanzó un saldo máximo de \$14,78 billones en julio, durante agosto registró una disminución de \$2,54 billones, que puede responder a efectos del canje programado que se realizó en el mes por la diferencia entre valor nominal y en costo, entre los títulos que recoge y los que entrega, quedando con un saldo de \$12,24 billones.

Como la conformación del portafolio se está haciendo por medio de compras en el mercado secundario y la intención inicial era comprar los títulos más descontados de la curva, compras por casi \$15 billones no implican un costo en la misma magnitud, sino más bien algo cercano al 70% de ese valor, es decir un portafolio que haya costado unos \$10 billones (USD 2.473 millones).

Posición neta en TES del MinHacienda y CP



OMD: TES recibidos por la nación



2. Reducir del costo de la deuda

El esfuerzo más grande se ha hecho en reducir el costo de la deuda y se han ejecutado varias estrategias para lograrlo.

La primera, retomar las operaciones de manejo de deuda (OMD), en una instancia por medio de canjes organizados con los creadores de mercado, buscando alivianar las cargas de deuda del próximo año.

Desde mayo se han realizado 5 OMD sobre la curva en pesos y 1 sobre la UVR, en las que se han recogido \$51,96 billones, particularmente en 50s, 26s y 36s y se han entregado al mercado a cambio \$40,95 billones, en 33s, 40s y 29s en mayor proporción.

Los canjes también se han enfocado no solo en cambiar parte corta por larga, sino también en recoger los papeles más descontados y devolver títulos a la par.

Esto ha generado un ahorro contable en saldo por \$11 billones y un ahorro real vía interés por aproximadamente \$1,3 billones. Esperamos un par de canjes más pactados este año.

La segunda, buscar reducir la deuda y el pago de intereses como porcentaje del PIB, no solo generando eficiencias a través de las OMD sino reduciendo el cupón promedio de emisión, sustituyendo las referencias de las subastas primarias de la parte larga al *belly* y más recientemente comprando los nodos de la curva con cupones más altos para reducir el monto de pagos futuros.

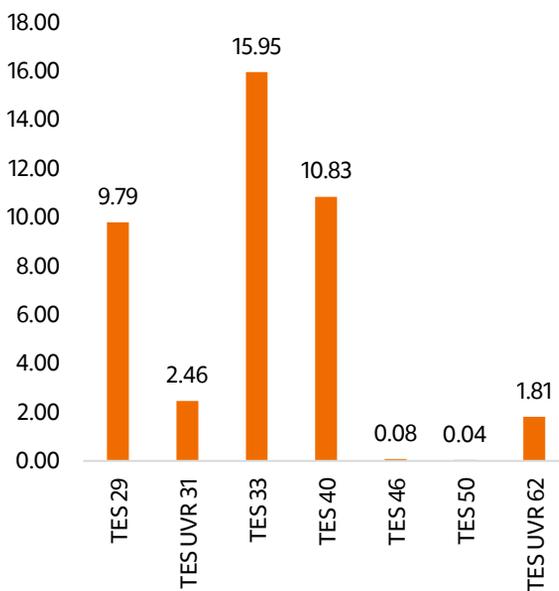
La tercera, recompra de yankees. El primer tender offer lo hizo el Gobierno Nacional, donde recompró USD 2.958 millones en nominal en las referencias más descontadas (42s, 45s, 49s y 51s) de las 10 que ofreció inicialmente y que le terminó costando USD 1.903 millones. Estos títulos se eliminaron del *outstanding* de deuda y lograron un ahorro fiscal por intereses de USD 163 millones entre 205 y 2026.

Unas semanas después, vino un segundo tender offer, esta vez por parte de 6 bancos externos, que son los implicados en el TRS. Estos lograron recoger en nominal USD 5.400 millones en 12 referencias con vencimientos entre 2027 y 2061 y la operación terminó costando USD 4.663 millones.

Los títulos pasaron a ser colateral de la operación swap, por la cual el gobierno nacional obtuvo recursos por USD 9.300 millones y entra a pagar un interés más una tasa fija por el swap, que termina siendo inferior al pago de cupón de los títulos que se lo queda el gobierno, de esa manera genera ahorros fiscales.

Sumados a esos USD 4.663 millones en yankees, el gobierno hizo un traslado al offshore a comienzos de septiembre por \$13 billones en TCOs y \$7 billones de pesos en TES de largo plazo (aprox USD 5.000 millones) para completar el colateral y cumplir el *haircut*.

OMD: TES recibidos por la nación



3. Gestionar el riesgo de la deuda

El tercer pilar es la emisión de bonos en el extranjero, que en el MFMP estaba establecida por USD 3.000 millones y donde en la emisión de bonos en euros logró recoger lo equivalente a unos USD 4.000 millones netos después de tener en cuenta el monto de recompras de la única referencia preexistente del 26. La colocación marcó el regreso de Colombia en el mercado europeo, emitiendo 3 referencias al 2028, 2032 y 2036 en euros, que logró un *bid to cover* de 6,2x y dejó ver el amplio apetito de los inversionistas por la deuda local, incluso con un panorama fiscal deteriorado.

De esos USD 4.000 millones, casi la mitad (USD 1.903 millones) se destinaría a compensar los recursos utilizados en el tender offer y los USD 2.097 restantes se destinarían a gestión de pasivos, fines presupuestarios de 2025, fortalecer la posición de caja o servir como colateral de la transacción del TRS.

Ahora, ¿cómo encajan todas estas piezas en el rompecabezas del Ministerio de Hacienda?

Teniendo en cuenta la información conocida hasta el momento, se podrían derivar 2 escenarios que varían según que fuentes de ingreso se tomen.

Escenario 1.

FUENTES		USOS	
TRS	\$ 9,300	Tender Offer 1	\$ 1,903
Emisión euros	\$ 4,000	Tender Offer 2	\$ 4,663
		Portafolio TES	\$ 2,473
TOTAL	\$ 13,300		\$ 9,039
Potencial saldo disponible	\$		4,261

*Cifras en millones de USD

Escenario 2.

FUENTES		USOS	
TRS	\$ 9,300	Tender Offer 1	\$ 1,903
Emisión euros	\$ 4,000	Tender Offer 2	\$ 4,663
Emisión dólares	\$ 3,800	Portafolio TES	\$ 2,473
TOTAL	\$ 17,100		\$ 9,039
Potencial saldo disponible	\$		8,061

El primero, entre el TRS y la emisión en euros, el gobierno tendría recursos por USD 13.300 millones, que estarían comprometidos en:

- USD 1.903 millones para compensar los recursos utilizados en el primer tender offer.
- USD 4.663 millones que le costó a los bancos externos comprar los yankees para mantenerlos como colateral y que deberían pagarse una vez se termine el contrato del TRS.
- USD 2.473 millones (\$10 billones) en compras de TES hasta el momento.

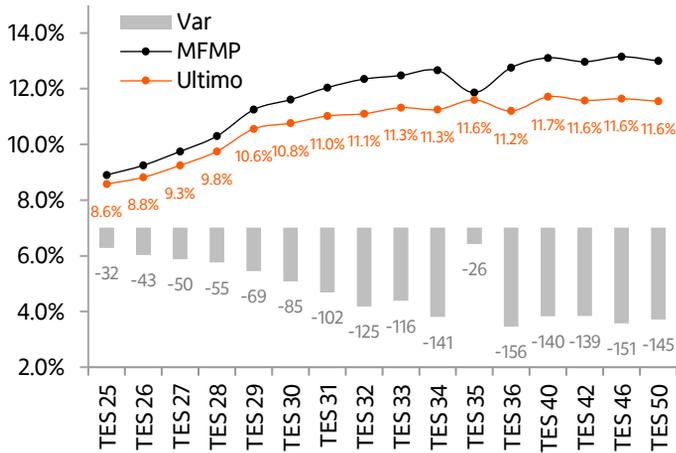
Así, quedaría un saldo disponible de USD 4.261 millones (\$ 17 billones), que se podrían destinar entre el portafolio de reserva estratégica (efectivo, tesoros, más TES) y fines presupuestarios.

O, un segundo escenario, donde se incluyen los recursos obtenidos en la emisión de yankees en mayo por USD 3.800 millones y que pudieron haberse usado de manera anticipada y se han venido reponiendo con las transacciones recientes, dejando un potencial saldo disponible de USD 8.061 millones (\$ 32 billones).

En cualquier caso, si se asume que ya se ha destinado una porción para comprar tesoros y otra parte para financiar el presupuesto, se sigue sin saber en qué proporción podrían continuar las compras sobre la curva de TES. Pero lo que es cierto, es que el Minhacienda va a seguir buscando la manera de lograr sus objetivos y donde aún le faltan varias fichas al rompecabezas para poder ser completado y Crédito Público quiere sumar otro mes más como principal catalizador de la renta fija local.



Curva de TES en pesos

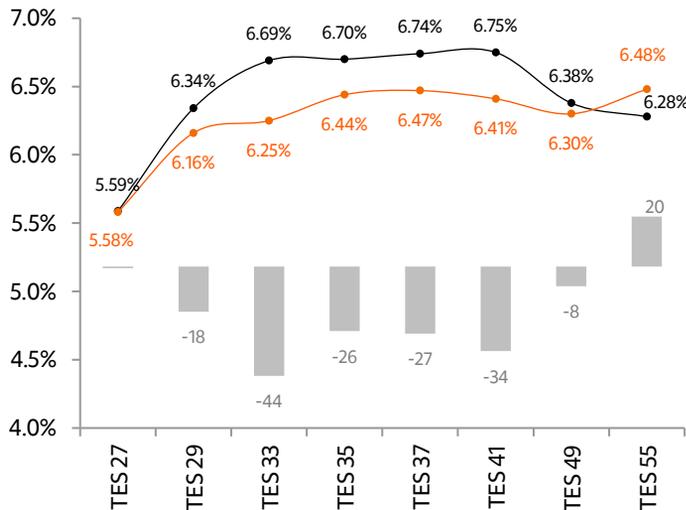


Las diversas estrategias se han traducido en valorizaciones generalizadas en las curvas locales desde el MFMP.

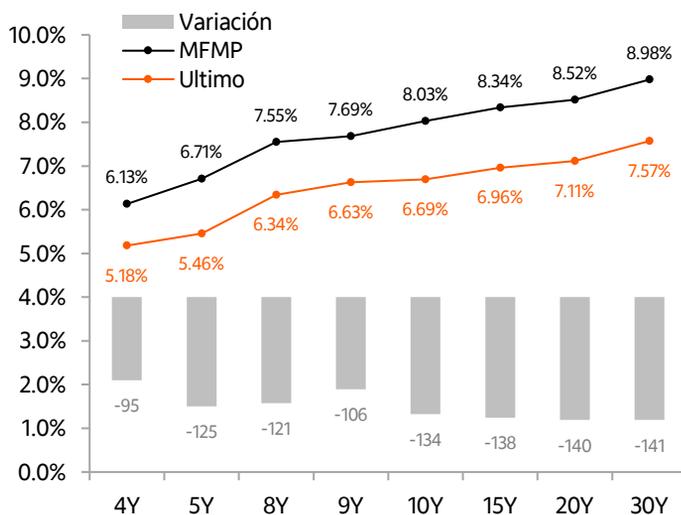
La curva en pesos ha sumado entre 30 y 160 pbs, la curva indexada a la UVR con movimientos más acotados de 25 pbs en promedio y una curva en dólares ganando entre 100 y 140 pbs.

De cara al espacio adicional de acción que tiene el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, las valorizaciones podrían extenderse. Sin embargo, ante la alta incertidumbre referente al uso de los recursos disponibles, preferimos continuar cautelosos en la renta fija local, pero aprovechando oportunidades tácticas.

Curva de TES en UVR



Curva de Yankees



Indicador		Calificación					Comentario	
		N1	N2	N3	N4	N5		
Deuda Pública	Tasa Fija	Corto plazo					Oportunidades: Flujo de compra de credito publico Recompras del Ministerio Tasas reales elevadas	Riesgos Rebaja de la calificación Salida de indices internacionales
		Mediano plazo						
		Largo plazo						
	UVR	Corto plazo					Oportunidades: Tasas historicamente altas Spreads apretados contra la deuda corporativa	Riesgos Inflación que baje mas rapido a lo esperado Implícitas caras en la parte larga
		Mediano plazo						
		Largo plazo						
Deuda Corporativa	IBR	Corto plazo					Oportunidades: Tasa del Banrep alta por mas tiempo	Riesgos: Cambios en la valoración
		Mediano plazo						
		Largo plazo						
	IPC	Corto plazo					Oportunidades: Inflación por encima de la meta otro año mas y presiones en vivienda el resto del año	Riesgos Proceso desinflacionario acelerandose por intervenciones del gobierno nacional
		Mediano plazo						
		Largo plazo						
Tasa Fija	Corto plazo					Oportunidades: Tasas aún a doble dígito	Riesgos Nuevo apretón de liquidez del sistema con los cambios del CFEN e IBRR en septiembre	
	Mediano plazo							
	Largo plazo							

Nuestro equipo

Gerencial General Itaú Comisionista de Bolsa

Felix Buendia
Felix.buendia@itau.co

Estrategia de mercados

Valeria Álvarez
Valeria.alvarez@itau.co

Sharon Tellez
Sharon.vargas@itau.co

Contacto Itaú Comisionista
estrategiaitaucomisionista@itau.co
T. (571) 3394540

Banca Mayorista

Renta fija Institucional
Camilo Díaz
camilo.diaz@itau.co

Renta fija Institucional
Nelson Espinosa
nelson.espinosa@itau.co

Corporativo y Empresarial
Leonardo Botero
Leonardo.botero@itau.co

Banca Privada

Juan Carlos Salazar
juan.salazar@itau.co

Trading y ejecución

Joan Manuel Cardenas
joan.cardenas@itau.co



Información relevante

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Colombia S.A., a partir de las condiciones actuales del mercado y las recientes coyunturas económicas, basada en información y datos obtenidos de fuentes públicas, que se consideran fidedignas, pero cuya veracidad no se garantiza. Esta información no constituye y, en ningún caso, debe interpretarse como una oferta de negocio jurídico o solicitud para comprar o vender algún instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Toda la información y estimaciones que aquí se presentan derivan de nuestros estudios internos y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Colombia S.A. no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento. Asimismo, el presente documento de análisis no puede entenderse como asesoría en los temas que trata por parte de quien lo recibe.

Este informe fue preparado y publicado por el equipo de Itaú Análisis Económico de Itaú Colombia S.A. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Colombia S.A.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Condiciones de Uso: Las empresas Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. y/o Itaú Casa de Valores S.A. no se responsabilizan por la información contenida en la presente publicación, su divulgación únicamente tiene efectos informativos y por tanto es importante resaltar que: a) Esta Publicación no constituye ni puede ser interpretada como una recomendación o asesoría para tomar alguna decisión o acción de parte de los clientes o como una oferta por parte de las empresas de Itaú y sólo representa una interpretación realizada por quienes la escriben, el contenido y alcance de la interpretación puede variar sin previo aviso según el comportamiento de los mercados b) El contenido de la Publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas y consideradas creíbles, las empresas de Itaú no garantizan la exactitud de la misma, ni se comprometen a actualizarla. La operativa de mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. c) Las empresas de Itaú no asumen responsabilidad alguna por pérdidas derivadas por la acción u omisión del uso de la información, operaciones, prácticas o procedimientos descritos en la Publicación. d) La distribución de ésta Publicación se encuentra prohibida sin el permiso explícito de las empresas de Itaú.

Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Este reporte ha sido preparado por funcionarios designados del área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A., y no compromete el criterio de Itaú BBA y de ninguna otra de las compañías del Grupo Empresarial Itaú; (c) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú, incluida Itaú Comisionista de Bolsa S.A.; (d) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (e) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (f) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Rating:

Las sugerencias generales que se presentan en este reporte frente a activos o emisores particulares se rigen bajo el siguiente criterio:

- Comprar: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño mejor que el promedio de mercado
- Mantener: Cuando se estima que el desempeño de la acción esté en línea con el desempeño de mercado
- Vender: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño por debajo del promedio de mercado.

Es importante mencionar que el rating representa la evaluación del desempeño de la acción en el mediano plazo (1 año) por parte del analista designado. Sin embargo, este rating puede ser revisado en cualquier momento del tiempo, basándose en acontecimientos puntuales que puedan impactar el precio final de la acción.

Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú; (c) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (d) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (e) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Es posible que esta publicación incluya información y/o sugerencias frente a activos o emisores que también son abordados en informes de Itaú BBA. En este caso, se aclara que la información contenida en el presente documento corresponde a estrategias tácticas de corto plazo, que no constituyen un cambio de la perspectiva estructural que presenta Itaú BBA en sus informes. El presente documento debe entenderse de forma armónica con los demás documentos que publica Itaú BBA, y las demás compañías del Grupo Empresarial Itaú.



Un banco
hecho de futuro