
Emisión TIL Pesos P1 L-3

Análisis mercado y fundamentos de inversión

agosto de 2018

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Emisión TIL Pesos P1 L-3

Principales características de la emisión, somos colocadores

- El próximo 22 de agosto la Titularizadora Colombiana emitirá la titularización de libranzas originadas por Compensar TIL P1 L-3 a 5 años, de la cual somos colocadores, por hasta \$83.500 millones correspondientes a la serie A. Teniendo en cuenta los escenarios de prepago, característica propia de la emisión, la duración del papel en promedio se ubica en 2.11 años (escenario de valoración 30% con revolvente). De esta manera, estimamos que la tasa de corte se ubique entre 7.12%-7.22% (195 pbs en promedio respecto al TES COP Sintético, cuando históricamente han cortado en promedio 176 pbs).
- Importante destacar que los TIL pesos P1 L-3 hacen parte del segundo mercado y sólo podrán ser adquiridos y negociados por aquellas personas consideradas como inversionistas calificados, es decir, inversionistas profesionales.
- Por otro lado, consideramos que las condiciones para esta emisión son favorables toda vez que su monto ofrecido no es muy grande por lo que puede ser altamente demandado (bid to cover histórico es de 1.6 veces) y en vista que su corta duración podría ser el refugio apropiado ante los riesgos de empinamiento de las curvas de referencias bajo el escenario actual de estabilidad de tasas por parte del Banrep, expectativa de futuros incrementos entre el primer y segundo trimestre del próximo año y normalización de política monetaria a nivel mundial. Además, que el contexto de estabilidad de tasas actual sugiere que el escenario de prepagos real termine siendo el proyectado por la Titularizadora lo cual mitiga los riesgos de reinversión.

22 Agosto

Fecha de colocación estimada

83.500 MM

Monto máximo a emitir (Serie A)

AAA

Calificación por Fitch Rating

- **Títulos:** TIL Pesos P1 L-3
- **Plazo:** 5 años (Duración con revolvente 2.11)
- **Modalidad colocación:** Construcción Libro de ofertas
- **Pago:** T+1
- **Fixing:**

Escenario Prepago	Duración (años)	TES Referencia	Fixing CdB	Tasa Máxima
Valoración (30%)	2.11*	5.22	7.17	7.50

* con revolvente

Fixing TIL Pesos P1 L-3

Entre 7.12% y 7.22% (Escenario de valoración)

7.12%-7.22%

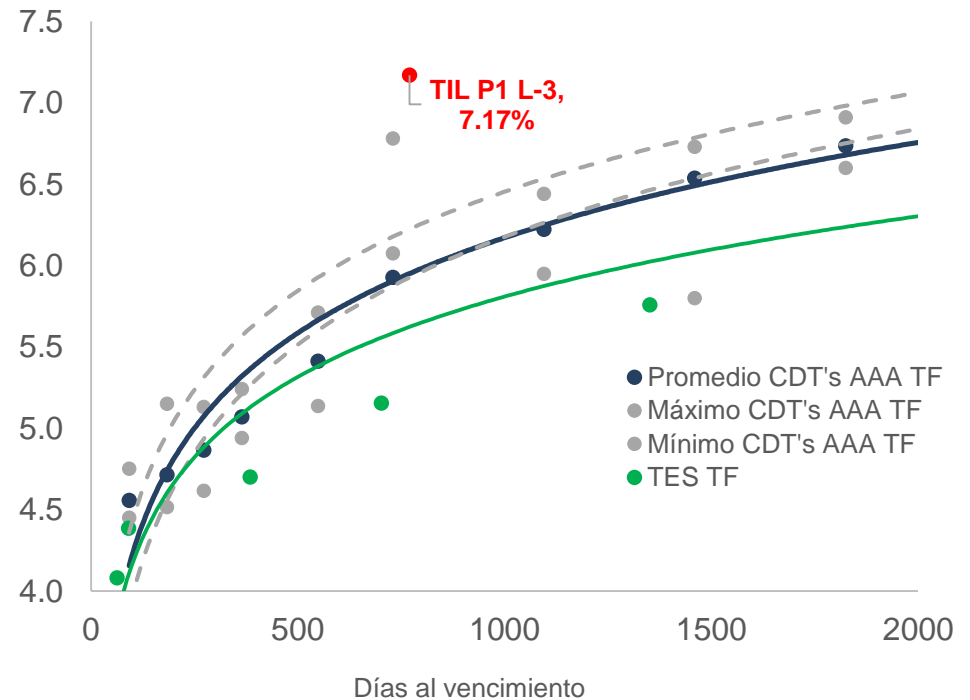
tasa estimada de corte. Entre 190 y 200 pbs sobre TES COP Sintético de la misma duración

2.1 años

duración estimada bajo un escenario de prepago de 30% *con revolvente

Curva TF AAA y TES COP (CdB)

A la fecha



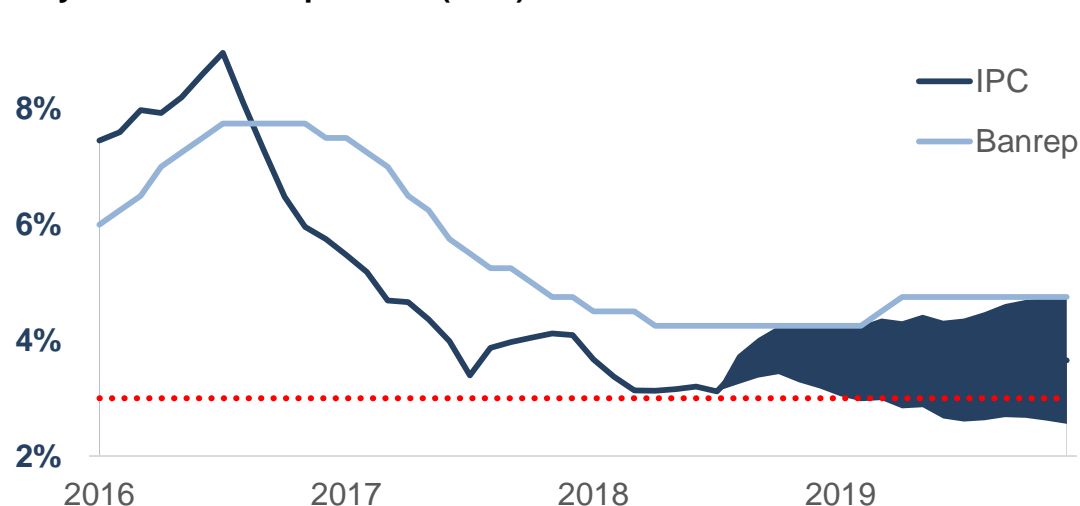
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Alternativa de inversión en TIL Pesos P1 L-3

Beneficiándose de su corta duración ante riesgos de empinamiento

Los TIL Pesos P1 L-3 lucen como una buena alternativa de inversión dados los actuales niveles en los que se encuentran los tasa fija y teniendo en cuenta que persiste el riesgo que las curvas de rendimientos se continúen empinando por el fin de recortes de tasas Banrep y la normalización política mundial. Por otra parte, consideramos que según el comportamiento de la referencia TIL Peos P1 L-2 los prepagos suelen ajustarse al escenario base proyectado por la Titularizadora, lo cual disminuiría el riesgo de reinversión.

Proyección Tasa Repo e IPC (CdB)



Escenarios rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 7.17%EA

Margen		Escenarios de Rentabilidad EA a plazos							Vencimiento
Compra	Venta	30	60	90	120	180	270	360	1307
	8.17%	-14.91%	-4.15%	-0.27%	1.73%	3.76%	5.14%	5.84%	
	7.92%	-9.93%	-1.48%	1.51%	3.04%	4.59%	5.64%	6.16%	
	7.67%	-4.64%	1.28%	3.33%	4.38%	5.43%	6.13%	6.49%	
	7.42%	0.97%	4.12%	5.19%	5.73%	6.27%	6.64%	6.82%	
7.17%	7.17%	6.94%	7.05%	7.09%	7.11%	7.13%	7.14%	7.15%	7.16%
	6.92%	13.28%	10.08%	9.03%	8.51%	8.00%	7.65%	7.48%	
	6.67%	20.02%	13.20%	11.01%	9.94%	8.87%	8.17%	7.82%	
	6.42%	27.18%	16.42%	13.04%	11.38%	9.76%	8.69%	8.16%	
	6.17%	34.80%	19.74%	15.11%	12.86%	10.65%	9.21%	8.50%	

* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

** Los cálculos de los escenarios de rentabilidades fueron realizados con la tabla de amortización preliminar suministrada por la Titularizadora para la colocación del 22 de agosto.

7.16% EA

rentabilidad al vencimiento (fecha de último prepagó en marzo de 2022)

AAA

calificado por Fitch Rating

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

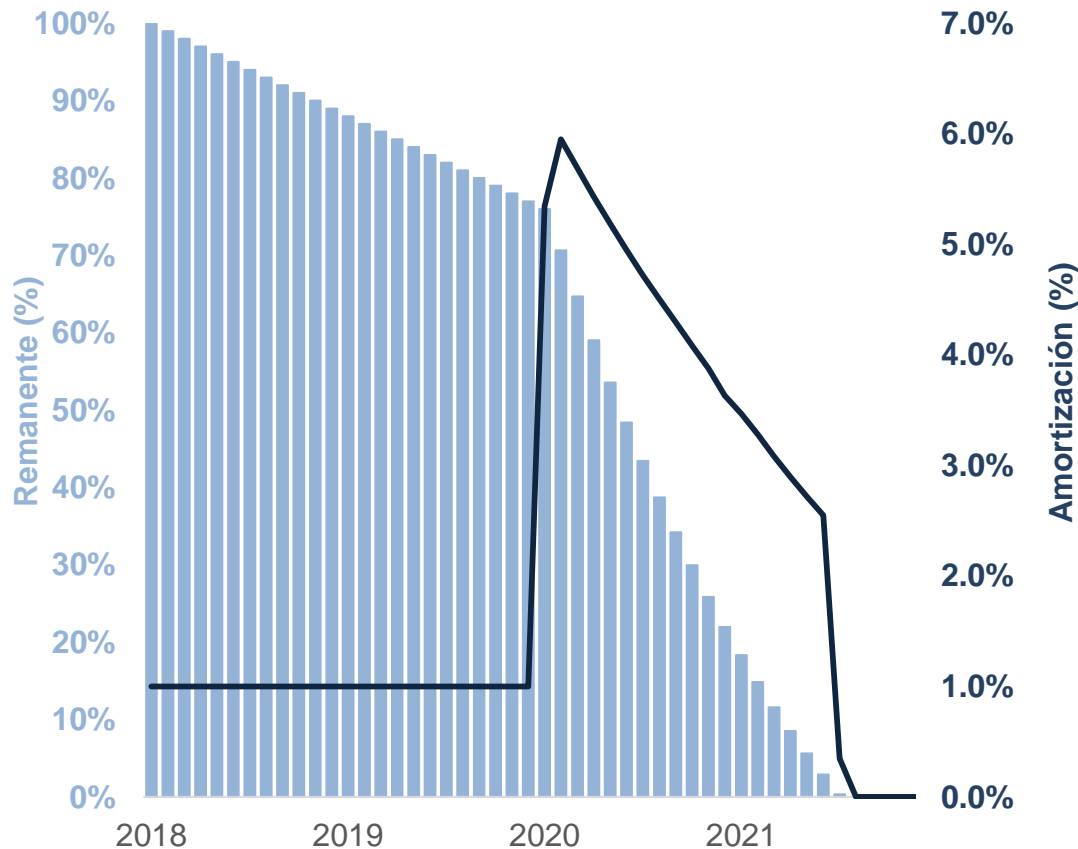
Proyección amortización

Escenario de valoración del 30% con revolvente

- A pesar de tener un prepago alto la cartera, el mecanismo revolvente estabiliza la amortización de la serie A

Proyección de amortización TIL Pesos P1 L-3 (CdB)

Fuente: Titularizadora



- En la proyección de amortización, tuvimos en cuenta el escenario de valoración del 30% (*con revolvente)
- Estructura revolvente: Durante los dos primeros años el flujo de capital se puede utilizar para compra de cartera nueva, donde el periodo revolvente será 24 meses desde la fecha de emisión.

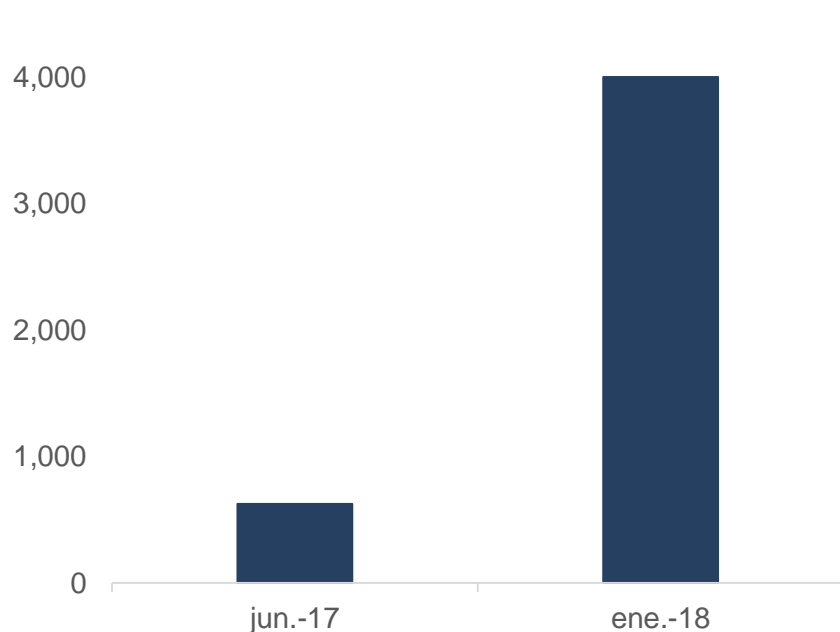
Liquidez de los TIL Pesos P1 L-2

Elevada durante los primeros meses posteriores a su emisión

- Importante resaltar que por el tipo de instrumento estos títulos no tienen una liquidez elevada, debido a que los títulos se van amortizando luego de un periodo de estabilidad de los prepagos al inicio de la emisión y además que la mayoría de inversionistas son compradores finales (Fondos de pensiones y Aseguradoras que los mantienen al vencimiento).
- Al igual, hay que tener en cuenta que como los TIL's amortizan mensualmente, entre más pase el tiempo el valor emitido tiende a la baja.

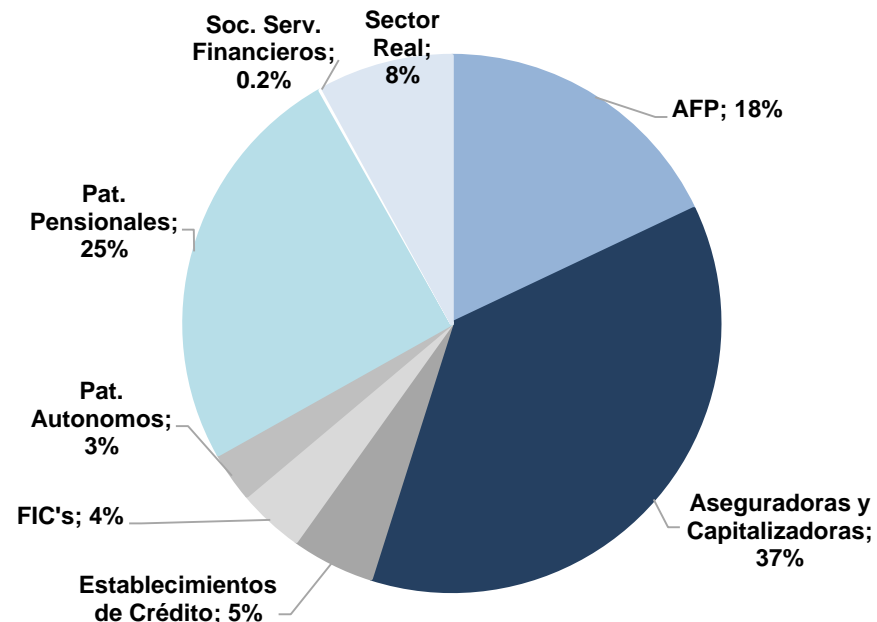
Volumen negociación TIL Pesos P1 L-2 (CdB)

Cifras en COP MM



Inversionistas TIL (CdB)

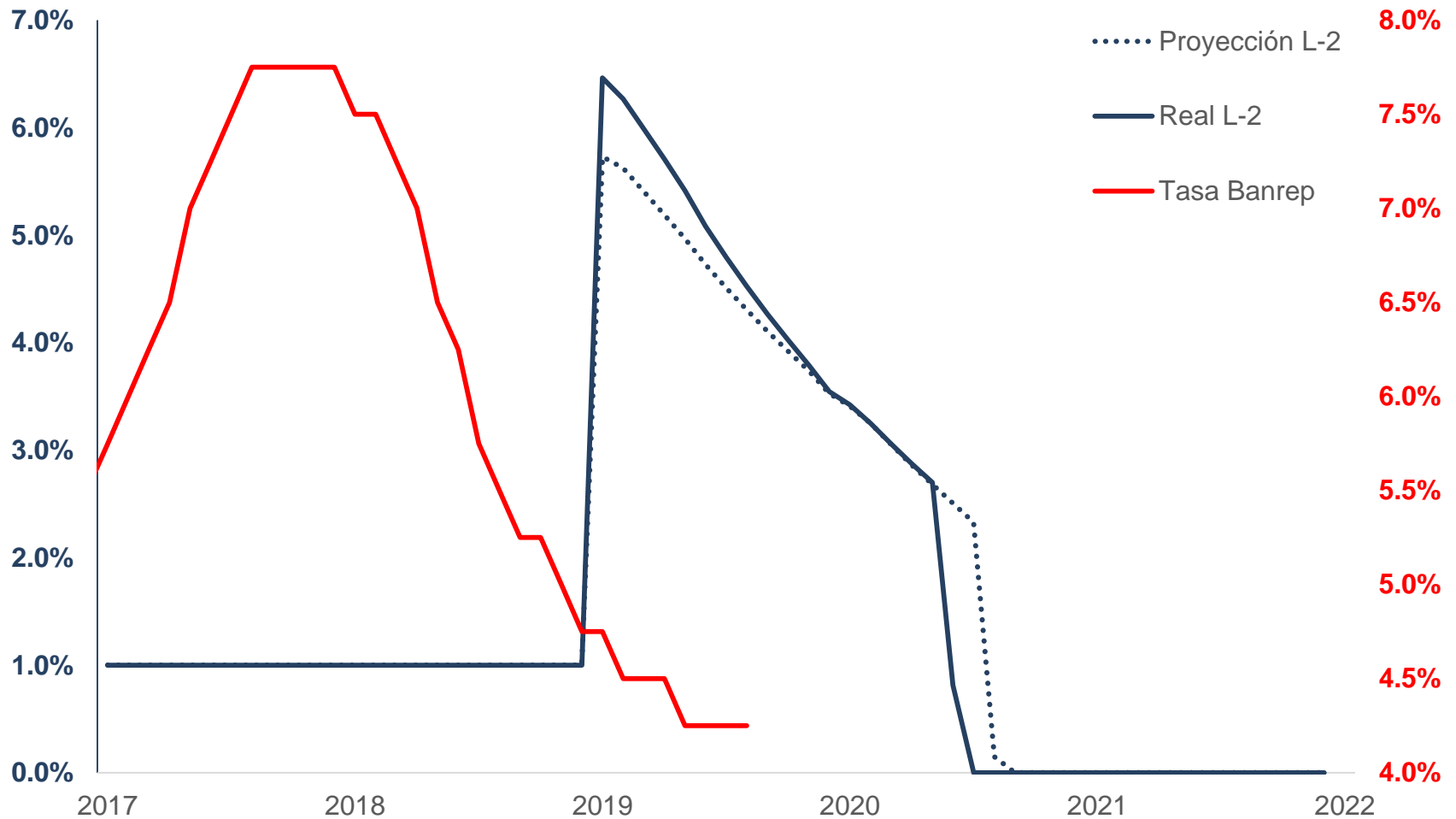
Fuente Titularizadora



Comparación entre Proyecciones de Prepago y Prepago Real

TIL Pesos P1 L-2

Prepago proyectado y real TIL L-2 y Tasa Repo (CdB)

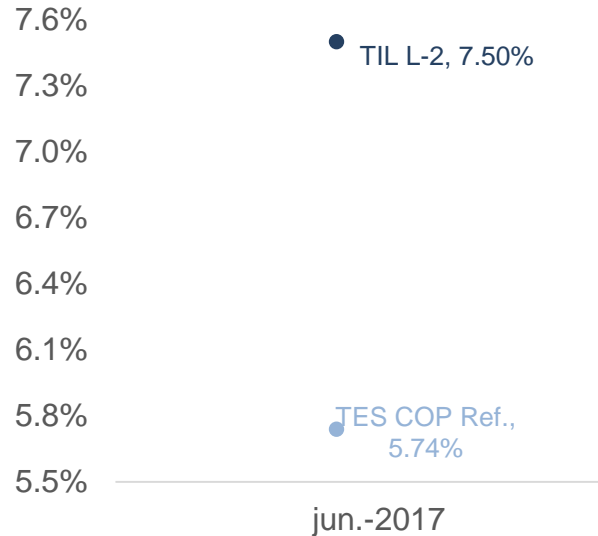


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

TIL Pesos P1 L-2 cortaron con un spread de 176 pbs sobre TES COP

El bid to cover de la emisión TIL Pesos P1 L-2 fue de 1.60x

Tasas de Referencia y Tasas de Corte (CdB)



Spread emisión TIL Pesos P1 L-2 (CdB)

Subasta	Vencimiento	Referencia	Tasa de corte	TES de Ref.	Diferencia
01/06/2017	01/06/2022	TIL L-2	7.50%	5.740%	1.76%
Spread promedio sobre TES					1.76%

Resultados emisión TIL Pesos P1 L-2 (CdB)

Cifras en Millones COP

Subasta	Referencia	Colocación (MM)	Demanda (MM)	Bid to Cover
01/06/2017	TIL L-2	101,006	161,270	1.60
	Total	101,006	161,270	1.60

176 pbs

Spread promedio TIL Pesos P1 L-2 sobre el TES COP de referencia de la misma duración

1.60x

bid to cover emisión TIL Pesos P1 L-2

Contexto de liquidez

Emisiones y vencimientos de deuda

Cronograma de emisiones

Confirmadas y en tramite

Cronograma ofertas públicas confirmadas (CdB)

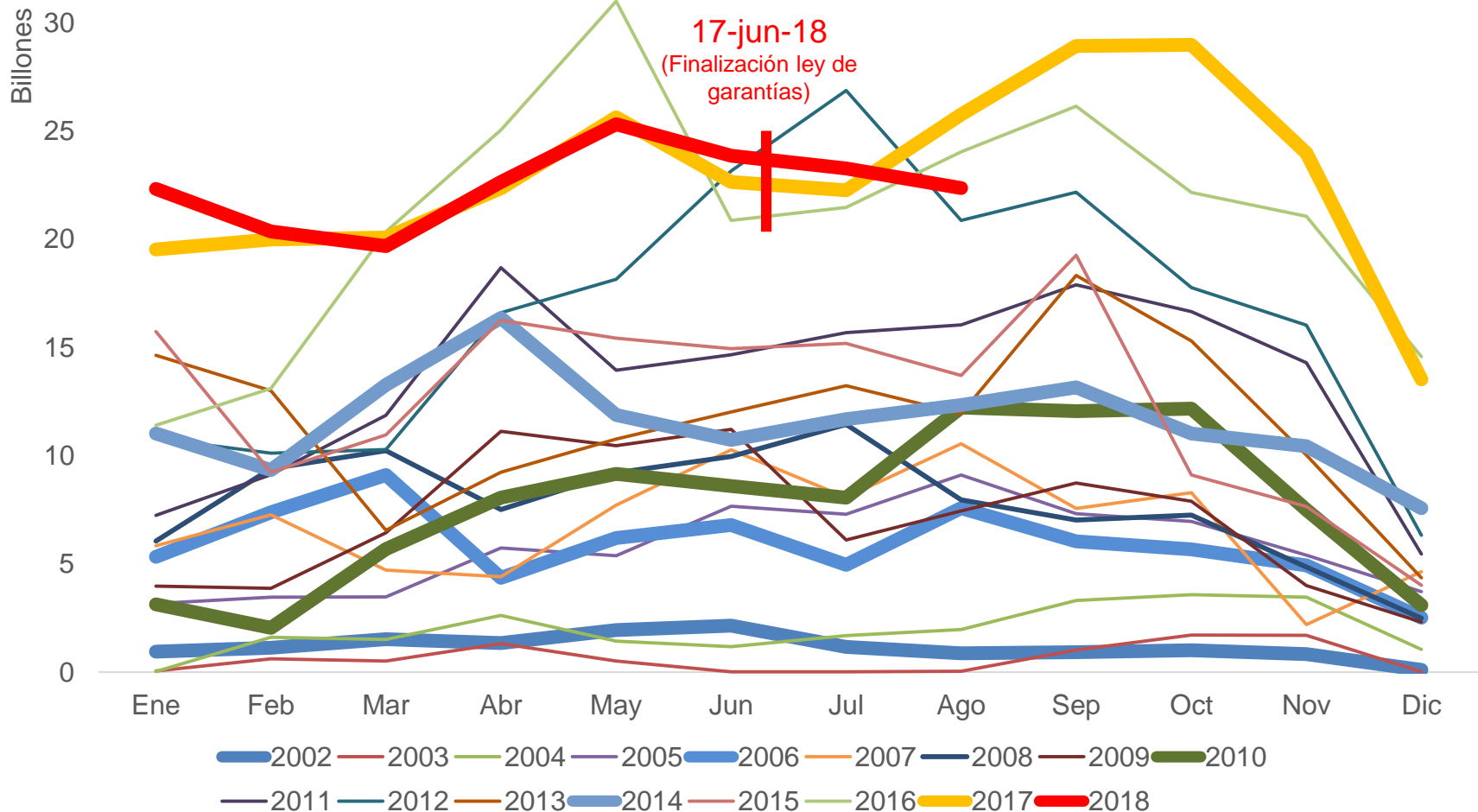
	Fecha emisión	Emisor	Título	Monto COP	Referencias	Calificación
* CdB	30 jul – 21 ago	Corficolombiana	Acciones 1ra etapa	1 Bill	Ordinarias y preferenciales	NA
* CdB	22 Ago	Titularizadora Colombiana	TIL (Inv. profesionales)	Hasta 100.000 MM	Dur < 2Y	ND
* CdB	28 Ago	PEI	Bonos Ordinarios	300.000 – 500.000 MM	IPC o TF 5-12-25 Y	AA+
* CdB	2S2018	PEI	Títulos Participación	ND	NA	AAA
* CdB	2018	Titularizadora Colombiana	Título de Participación	140.000 - 200.000 MM	Perpetuo	AAA
	2018	Manufacturas de Cemento Titán	Bonos	40.000 MM	ND	ND

** La presente información no constituye una oferta pública. Las condiciones definitivas de la emisión serán publicadas en el respectivo Aviso de Oferta Pública*

Al 10 de agosto el saldo de la DTN en Banrep se ubica en COP 23.4 bill

Registrando una disminución de COP 1.9 bill frente a la semana anterior

Saldo disponible DTN en el BanRep (CdB)
Cifras en billones COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

En agosto habrá pago cupón de TES COP 2026

Por un total de COP 2.1 billones

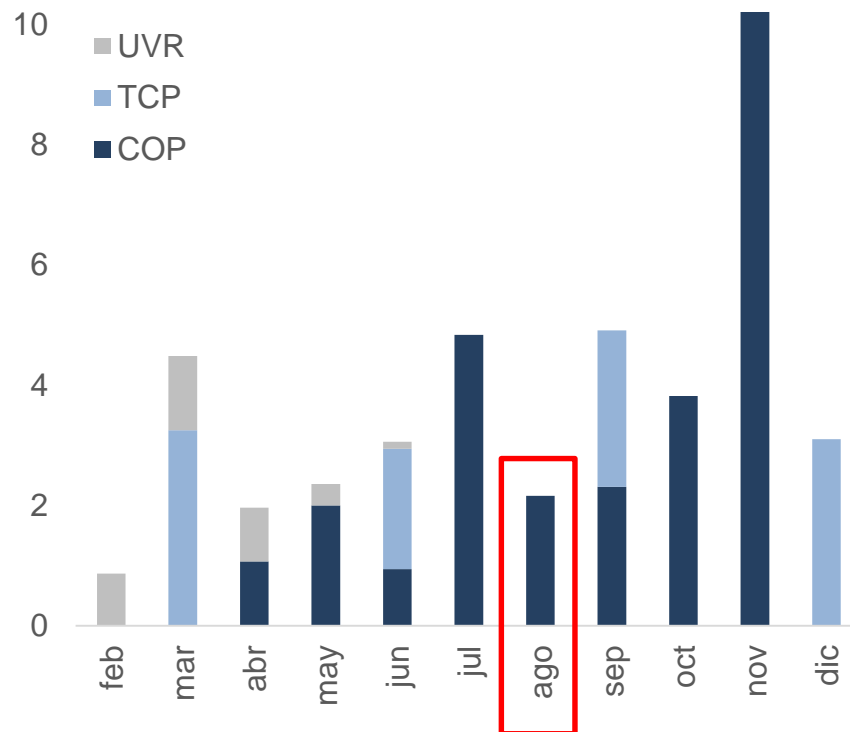
TES vigentes (CdB)

Cifras en MM

TES	Vencimiento	Cotización Obligatoria	Tasa Cupón	Valor Nominal	Pago cupón 2018	Flujo total 2018
Corto Plazo	11-sep-18		0.00%	2,600,000		2,600,000
	11-dic-18		0.00%	3,099,999		3,099,999
	12-mar-19		0.00%	3,250,000		3,250,000
	11-jun-19		0.00%	2,000,000		2,000,000
COP	24-oct-18		11.25%	3,432,331	386,137	3,818,469
	21-nov-18	X	5.00%	9,668,635	483,432	10,152,066
	11-sep-19	X	7.00%	13,849,626	969,474	969,474
	24-jul-20	X	11.00%	19,499,818	2,144,980	2,144,980
	4-may-22	X	7.00%	28,595,882	2,001,712	2,001,712
	24-jul-24	X	10.00%	26,889,987	2,688,999	2,688,999
	26-nov-25	X	6.25%	7,365,849	460,366	460,366
	26-ago-26	X	7.50%	28,778,994	2,158,425	2,158,425
	28-abr-28	X	6.00%	17,809,589	1,068,575	1,068,575
	18-sep-30	X	7.75%	17,294,552	1,340,328	1,340,328
30-jun-32	X	7.00%	13,495,746	944,702	944,702	
UVR	17-abr-19	X	3.50%	10,561,595	369,656	369,656
	10-mar-21	X	3.50%	19,924,795	697,368	697,368
	23-feb-23		4.75%	18,252,624	867,000	867,000
	7-may-25	X	3.50%	10,086,864	353,040	353,040
	17-mar-27		3.30%	7,728,589	255,043	255,043
	25-mar-33	X	3.00%	9,463,207	283,896	283,896
	4-abr-35	X	4.75%	11,068,947	525,775	525,775
16-jun-49		3.75%	3,029,434	113,604	113,604	

Perfil de vencimiento y pago cupón TES 2018 (CdB)

Cifras en billones



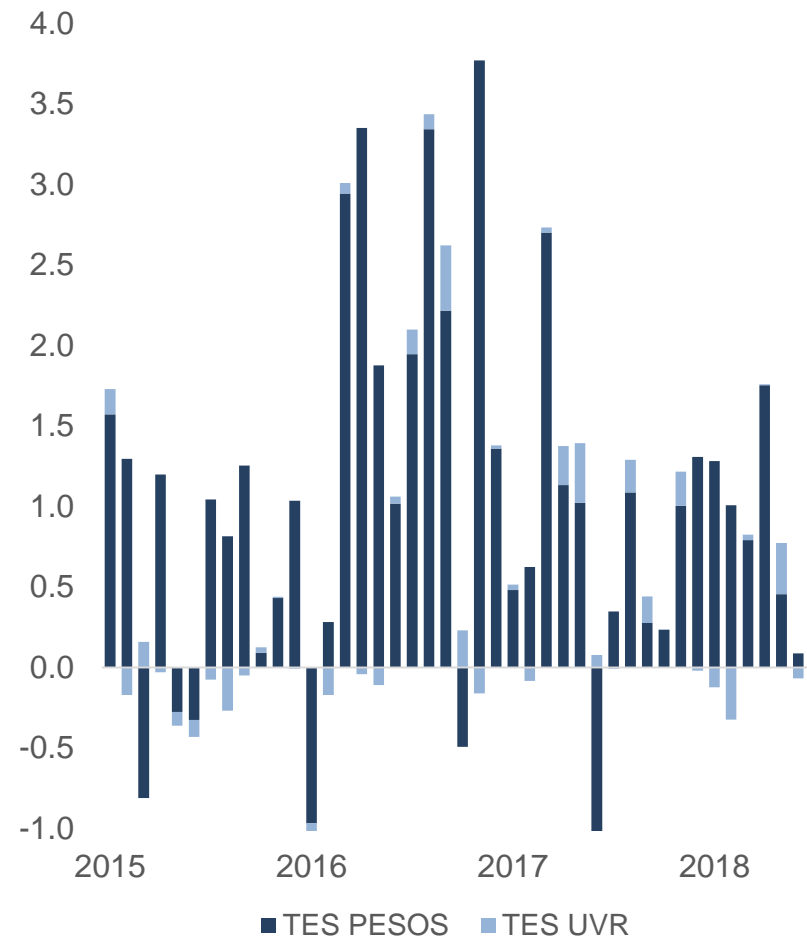
Tenedores de TES

Extranjeros revierten su apetito

- En julio los Bancos Comerciales se consolidaron por segundo mes consecutivo como los mayores compradores de TES con un monto de \$3.1 billones (\$2.6 billones en TES COP y \$497.044 MM en TES UVR).
- Las ventas estuvieron lideradas por los inversionistas extranjeros, los cuales liquidaron de sus portafolios TES por un total de \$540.328 MM, explicados por la disminución de la participación de Colombia en el índice GBI-EM GD desde 8.19% a 7.98% (ver [Estrategia Renta Fija | Colombia disminuirá participación en índice GBI-EM GD](#)).
- El Ministerio de Hacienda revirtió las compras que venía haciendo en los últimos meses y en julio realizó ventas netas por \$164.204 MM, posiblemente porque dentro de lo que ya poseen en TES COP (\$8.3 bill), el saldo de la DTN (\$22 bill) y los TES COP en manos del Banrep (\$10.6 bill), pueden solventar el vencimiento por \$13 billones de los TES Octubre y Noviembre de 2018 sin generar distorsiones en el mercado monetario y sin tener la necesidad de realizar un canje de deuda (ver [El Oráculo de los TES | Canje ande o no ande](#)).
- Las AFP's realizaron compras por \$1.4 billones durante julio (\$690.306 MM en TES COP), y se mantiene como los mayores tenedores de TES con un 26.32% del total, seguidos por los inversionistas extranjeros con 25.21%
- Es importante mencionar que ahora los Bancos Comerciales y las AFP's son las entidades que mayor demanda están evidenciando por TES, con compras netas acumuladas por \$8.8 billones y \$7.7 billones respectivamente durante los últimos 12 meses, en contraste con los \$9.1 billones de los inversionistas extranjeros (ver [El Oráculo de la inversión de portafolio | Mientras en los emergentes llueve, en Colombia no escampa](#)).
- El saldo de TES vigentes aumentó en julio \$4.8 billones hasta \$287 billones, de los cuales \$3.5 billones corresponden a TES COP y \$1.3 billones en TES UVR.

Variación Mensual tenencias Extranjeros (CdB)

Cifras en COP billones

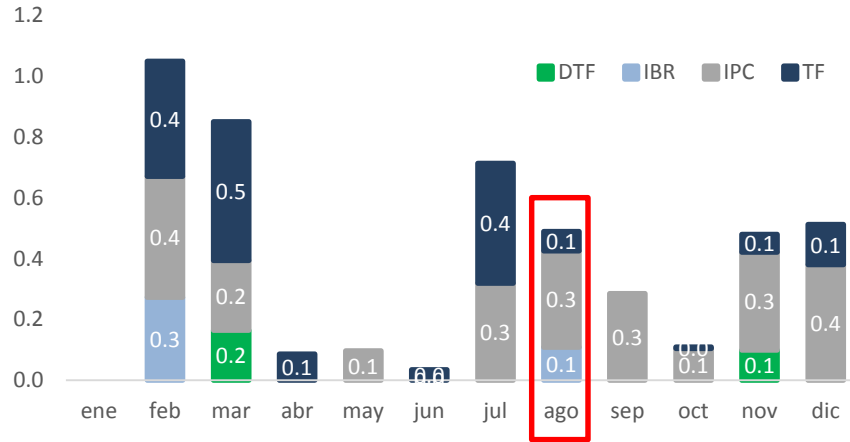


En agosto será el segundo mayor vencimiento del segundo semestre

Vencimientos se concentra en emisores del sector financiero

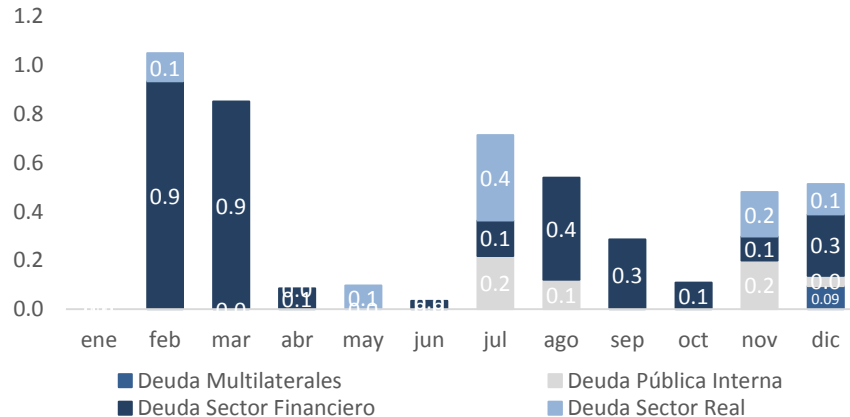
Vencimientos 2018 por indicador (CdB)

Bill COP



Vencimientos 2018 por sector (CdB)

Bill COP



Vencimientos 2do semestre de 2018 por emisor (CdB)

MM COP

Emisor	Valor
Julio	713,813
Bancolombia	100,563
Bco Occidente	45,050
Emgesa	218,200
Grupo Argos	350,000
Agosto	538,822
Bancolombia	128,530
Bco Occidente	38,903
Bco Popular	108,568
Ecopetrol	120,950
Itaú	141,871
Septiembre	285,730
BBVA	95,000
Bco Davivienda	159,230
Bco Occidente	31,500
Octubre	109,115
Bco Finandina	5,305
Bco Popular	103,810
Noviembre	479,610
Codensa	181,660
EEPPM	199,450
Findeter	98,500
Diciembre	512,893
Bancolombia	252,763
CAF	94,250
Codensa	80,000
EEPPM	41,880
Grupo Odinsa	44,000
Total General	2,639,983

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Fundamentos de Inversión

Empinando-ando

- **Continuamos sobreponderando los TES de corta duración** sobre los de larga, al ser el mejor refugio en momentos donde se espera que la curva de rendimientos se empine ante expectativas de incrementos en los tipos de interés de Estados Unidos, y estabilidad en las tasas locales (ver [Estrategia TES | Mantenemos sobreponderación de baja duración](#)).
- Teniendo en cuenta que esperamos que el ciclo de estabilidad en las tasas por parte del Banco de la Republica perdure en lo que queda del 2018 y finalice en la primera mitad del 2019, el espacio para la valorización en el tramo corto de la curva cada vez es más reducido (Ver [El Oráculo del Banrep | 9 meses gestando el halcón](#)). Frente a esto, **consideramos que los TES COP 2020 y 2022 son los papeles con un mejor valor relativo, debido a su alto z-score**. A esto se suma la moderación en las compras por parte del Ministerio de Hacienda en el último mes, lo cual implicaría que las compras en los títulos con vencimiento en 2018 estarían llegando a su fin, limitando el espacio para mayores valorizaciones. Finalmente, el Director de Crédito Público, Luis Eduardo Arango, anunció que se cuenta con la caja suficiente para cumplir con las amortizaciones de este y del próximo año, dando mayor respaldo a la teoría que las compras durante este año terminaron.
- En la parte media de la curva se ha visto una volatilidad bastante baja en los últimos meses y se espera continúe así en el corto plazo. La referencia de 2024 ha estado en un rango de 10 pbs entre el 6.10% y el 6.20%, siendo 6.13% su media móvil de 200 días. Esta baja volatilidad ha hecho que se den oportunidades interesantes en este tramo de la curva, siendo el diferencial de tasas entre los TES COP 2025 y los 2026 la más atractiva. Esta diferencia se encuentra en 5pbs, resaltando que alcanzó a estar a la par, mostrando así un aplanamiento entre estas dos referencias, mientras que la curva en general se viene empinando. Dado el actual nivel del spread, consideramos apropiado estructurar una estrategia que nos permita estar cubierto ante cualquier movimiento de la curva, y de esta manera jugarle al empinamiento de las referencias mencionadas, realizando ventas de TES COP 2026 y a su vez compras en TES COP 2025.
- Por otra parte, **mantenemos la subponderación de los TES de largo plazo ya que podrían verse afectados por la normalización de política monetaria mundial de Estados Unidos y Europa**. Sumado a lo anterior, el bajo apetito de los inversionistas extranjeros se vio reflejado en las compras del mes de junio (Ver [Tenedores de TES | Extranjeros disminuyen su apetito](#)) lo cual le podría pasar factura a los TES de mayor plazo, teniendo en cuenta que extranjeros suelen demandar estas referencias. Adicionalmente, en lo corrido del año el porcentaje de cumplimiento en la meta de

Empinando-ando

colocaciones se ubica en el 52%, estando por debajo del promedio para el mismo mes de los últimos años que es del 68% (Ver [El Oráculo de los TES | Buscando nuevas fuentes de financiación](#)), implicando una menor demanda de estas referencias, debido a que los TES COP 2028 y 2032 están en subastas.

- En adición, la posibilidad de un canje de deuda por parte del gobierno ocasiona desvalorizaciones en la parte larga de la curva. Esto se da en medio de la revelación por parte de la Dirección de Crédito Público, donde se menciona que se está trabajando en un marco jurídico que permita facilitar este tipo de operaciones con los creadores de mercado. La posibilidad de un empinamiento de la curva de TES, se da en medio de un aplanamiento de la curva de tesoros americanos lo cual suele ser señal de una posible recesión en la economía norteamericana, generando así una aversión al riesgo por parte de los inversionistas que preferirán activos refugio y reducir la duración de sus portafolios. En línea con lo anterior, los papeles de largo plazo que más se podría ver afectados son los TES COP 2028 en la medida que el z-score sugiera tomar posiciones cortas en este título frente a los 2030 y 2032. Finalmente, evidenciamos que en los últimos meses los activos bajo administración por parte de los ETF que siguen bonos en moneda local de países emergentes ha bajado de manera significativa, mostrando un menor apetito por estos títulos e incluso llegando a liquidar parte de su portafolio.
- Entre tanto, **referente a los TES UVR, a diferencia de los TES COP, han presentado un aplanamiento a lo largo de la curva, siendo los papeles de corto plazo los que más se han afectado.** Dentro de este movimiento, destacamos que los UVR 2021 al parecer encontraron su nivel de resistencia cercano al 2.5% donde se ha estado cotizando en las últimas semanas. Consideramos bastante atractivo este nivel, teniendo en cuenta que en julio empieza la temporada de compra de TES UVR con el fin de anticiparse al ciclo de inflaciones altas de fin de año. Además, al analizar las inflaciones implícitas se observa que están por debajo de las expectativas del mercado (3.30% para finales de 2018). Lo cual indicaría tomar posiciones largas en UVR 2021, papel en donde se tiene una mayor diferencia de inflación implícita frente a las expectativas.

Inflación sigue gustando

- Continuamos sobreponderando los títulos indexados al IPC, seguidos de tasa fija y por último en IBR, en línea con el mercado que ha continuado encaminándose a la indexación tal y como se ha evidenciado en el incremento de los volúmenes de negociación de títulos indexados al IPC e IBR según nuestro [Informe mensual Renta Fija | Creadores mantienen la marcha en TES, Disminuye apetito por Deuda Privada](#); así mismo, llama la atención la disminución representativa del volumen negociado en títulos tasa fija sin significar con ello que no se le reconoce el actual atractivo que presentan estos títulos, principalmente del tramo medio.
- La curva de rendimientos en IPC ha moderado su empinamiento; sin embargo se ha ubicado levemente por encima de su promedio histórico (181 vs 173 pbs) tras moderaciones en los descensos de los márgenes de los títulos del tramo corto y correcciones al alza en los márgenes del tramo medio de la curva, luego que la inflación en junio se ubicara al alza presentando un avance de 4 pbs hasta el 3.20% (ligeramente por debajo de las expectativas del mercado que esperaban 3.22%). Así las cosas, pese a la corrección hacia arriba de los márgenes del tramo medio, que han implicado ligeras desvalorizaciones, los títulos indexados continúan presentando niveles atractivos de entrada respecto a sus niveles históricos y prevemos que retomarían su senda de valorizaciones. Los factores que favorecerían un escenario de indexación a la inflación son los riesgos alcistas que persisten en la inflación para este segundo semestre del 2018, explicados principalmente por el incremento que pueden seguir presentando los precios de los combustibles derivados de los elevados niveles en que se mantiene el dólar y el petróleo, además de la base estadística en contra de los alimentos, la recuperación gradual de la economía que contribuiría a que se cierre la brecha del producto, una devaluación más elevada de la esperada y una probabilidad no despreciable que se presente el fenómeno de El Niño entre finales de 2018 e inicios de 2019 (ver [Inflación | Pasito a pasito](#)). Es importante destacar que el sostenido incremento en las tasas de valoración del tramo medio de la curva que hemos observado en las últimas sesiones previas a la actualización de este informe, podrían atribuirse al cambio metodológico del proveedor de Precios de Valoración Precia que entró en vigencia el pasado 5 de julio tal y como lo preveíamos en nuestro informe anterior. Por otro lado, en cuanto al tipo de pago actualmente sugerimos principalmente los títulos en IPC con pago actual, toda vez que su causación es superior a los de pago previo en lo que resta del 2018.
- La curva en Tasa Fija ha reflejado un descenso en su empinamiento luego de haber sido categorizada como la más empinada de la deuda corporativa, la corrección moderada que han presentado sus tasas ha estado explicada

Inflación sigue gustando












- principalmente por la estabilidad de los títulos de duraciones largas, acompañadas por el ascenso de tasas del tramo medio tras la lectura del mercado de un próximo ciclo de incrementos de tasas por parte del Banrep (Ver [El Oráculo del Banrep | 9 meses gestando el halcón](#)), junto con los ajustes del tramo corto hacia la tasa repo. Dado los riesgos existentes, al encontrarnos inmersos dentro del ciclo de estabilidad de tasas por parte del Banrep tal y como lo han confirmado sus directivos (Ver [Decisiones Banrep | La paloma migró a la estabilidad](#)) y en vista del poco diferencial que muestra el tramo corto de la curva, consideramos que en el tramo medio podría ser el refugio apropiado para un inversionista que quisiera balancear su portafolio. Lo anterior, debido al incremento de rentabilidades del tramo medio, que ha ampliado el spread respecto a los TES, dando lugar a niveles atractivos de entrada y haciéndolos retomar el atractivo para diversificar los portafolios en el indicador siempre y cuando se mantengan al vencimiento o se evalúe rotación más allá de un año.
- Para el caso de la curva de IBR, se contrajo el buen desempeño que habíamos visto en los últimos tres meses toda vez que los márgenes comenzaron a corregir al alza, liderados por las fuertes subidas de los márgenes que presentaron los títulos del tramo corto. De esta manera, los niveles de entrada que se encontraban históricamente bajos se han venido ajustando dando mejor nivel de entrada; sin embargo, consideramos que continúan siendo bajos por lo que podría dificultar su rotación en un futuro, por lo cual consideramos que de llegar a tomar posición en este indicador nuestra recomendación es clasificarlos como títulos al vencimiento. Adicionalmente, vale la pena destacar que los títulos indexados al IBR a 3 meses se mantienen como alternativa de diversificación dado lo elevado que se mantiene sus tasas (Ver [Estrategia Deuda Corporativa | IBR a 3 meses toma el liderazgo](#)).
- En términos de rentabilidad, a los niveles actuales de tasas para perfiles conservadores y moderados los títulos en IPC a 2 y 3 años continuarán dando una rentabilidad competitiva en vista que prevemos que se sigan valorizando siendo clasificados como negociables (para rotación); seguido de Tasa Fija a 2 y 3 años al vencimiento, que dada la corrección al alza que registró el tramo medio retomaron su atractivo con la ampliación del diferencial aunque persisten los riesgos asociados a un ciclo de estabilidad de tasas “prolongado” según lo manifestado por los directivos del Banrep y por último los indexados a la IBR en los plazos de 2 y 3 años respectivamente que por su nivel de márgenes bajos los recomendamos al vencimiento como alternativa de inversión. En el caso del perfil agresivo, los títulos en tasa fija a 6 años sobresalen frente a los IPC de una duración mayor bajo el escenario en que permanecen los riesgos de empinamiento de las curvas.

Inflación sigue gustando

- Vale la pena resaltar que a diferencia del Índice de Deuda Corporativa de Casa de Bolsa (Benchmark) que se encuentra compuesto 56% en tasa fija, seguido de un 31% para IPC y 13% en IBR (Ver [Rebalanceo Índice de Deuda Corporativa Casa de Bolsa IDCdB | 3T2018](#)), en nuestras estrategias de inversión incorporamos los riesgos asociados a cada indexación, previendo más espacio de valorizaciones para las indexaciones en IPC razón por la que los sobreponderamos sobre títulos en tasa fija.
- Por último referente a vencimientos, cabe resaltar que en julio habrá el mayor vencimiento de deuda corporativa del segundo semestre de 2018 por más de \$713 mil millones, correspondientes a dos bonos del sector financiero (Ver [Resumen Colocaciones Deuda Corporativa | Manteniendo el ritmo](#)) y otros dos del sector real y el mercado estará atento a la emisión TIPS U-3 y los bonos hipotecarios del PEI.

Durante le mes de julio tendremos Elecciones presidenciales en México

El Banco Central Europeo iniciaría normalización de política monetaria, la FED aumentaría otras 3 veces la tasa de interés, la OPEP pondría fin a su acuerdo de recorte de producción, Colombia define su rumbo político, México tendería a la izquierda, Lula Da Silva podría gobernar nuevamente Brasil si no es declarado culpable

	Enero	Banco Central Europeo modera compra de activos
	Febrero	Elecciones Presidenciales Costa Rica / Referéndum constitucional Ecuador
	Marzo	Junta FED / Elecciones Congreso Colombia / Elecciones El Salvador, Rusia/ Italia
	Abril	Elecciones generales Paraguay
	Mayo	Elecciones Presidenciales Colombia y Venezuela
	Junio	2da vuelta elecciones Colombia / Elecciones Turquía/ Comité semestral OPEP
	Julio	Elecciones Presidenciales México
	Septiembre	Junta FED
	Octubre	Elecciones Presidenciales Brasil
	Noviembre	Comité semestral OPEP / Elecciones Cámara y Senado EEUU
	Diciembre	Junta FED

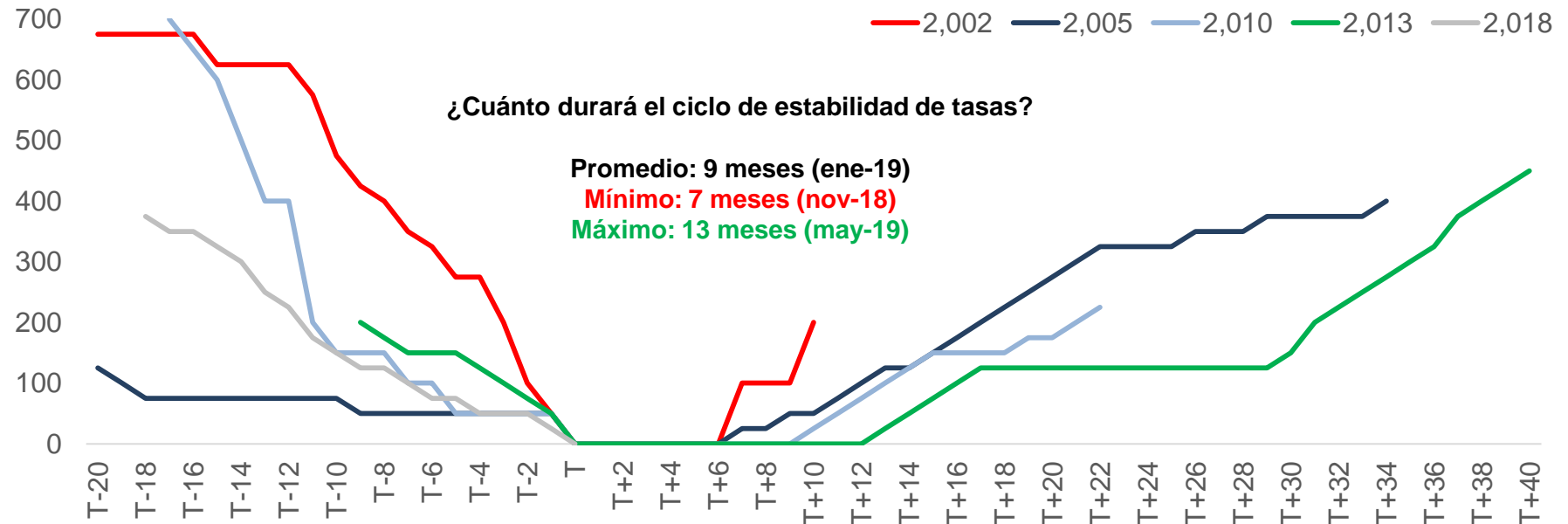
El Oráculo del Banrep

9 meses gestando el halcón

- Teniendo en cuenta que consideramos que el ciclo de disminución de tasas por parte del Banrep ha llegado a su fin, **analizamos cual ha sido históricamente la duración que han tenido los ciclos de estabilidad posterior a un ciclo de disminución.**
- **El ciclo de estabilidad más corto fue en 2002, duro 7 meses** (equivalente a que el Banrep comience a subir tasas desde noviembre de 2018). **El más largo fue de 13 meses** (equivalente a que el Banrep comience a subir tasas desde mayo de 2019).
- **El promedio del ciclo de estabilidad ha sido de 9 meses**, lo cual equivaldría a que el Banrep comience a subir tasas desde enero de 2019.
- Cabe resaltar que en esta ocasión **es posible que el ciclo de incremento de tasas inicie entre el primer y segundo trimestre de 2019** debido a que la inflación ya tocó fondo y su sesgo es al alza por los siguientes motivos: i) en el segundo semestre la base estadística está en contra, ii) los elevados precios del petróleo continuarán presionando al alza el precio del combustible, iii) la recuperación gradual de la economía iniciaría a cerrar la brecha del producto, iv) hay una probabilidad no despreciable (58%-67%) que se presente el fenómeno de El Niño a inicios de 2019 y, v) hay la posibilidad que la contingencia en Hidroituango presione el precio de la energía al alza (ver [Inflación | La gasolina continuará pasando factura](#)).

Duración ciclos de estabilidad de tasas del Banrep (CdB)

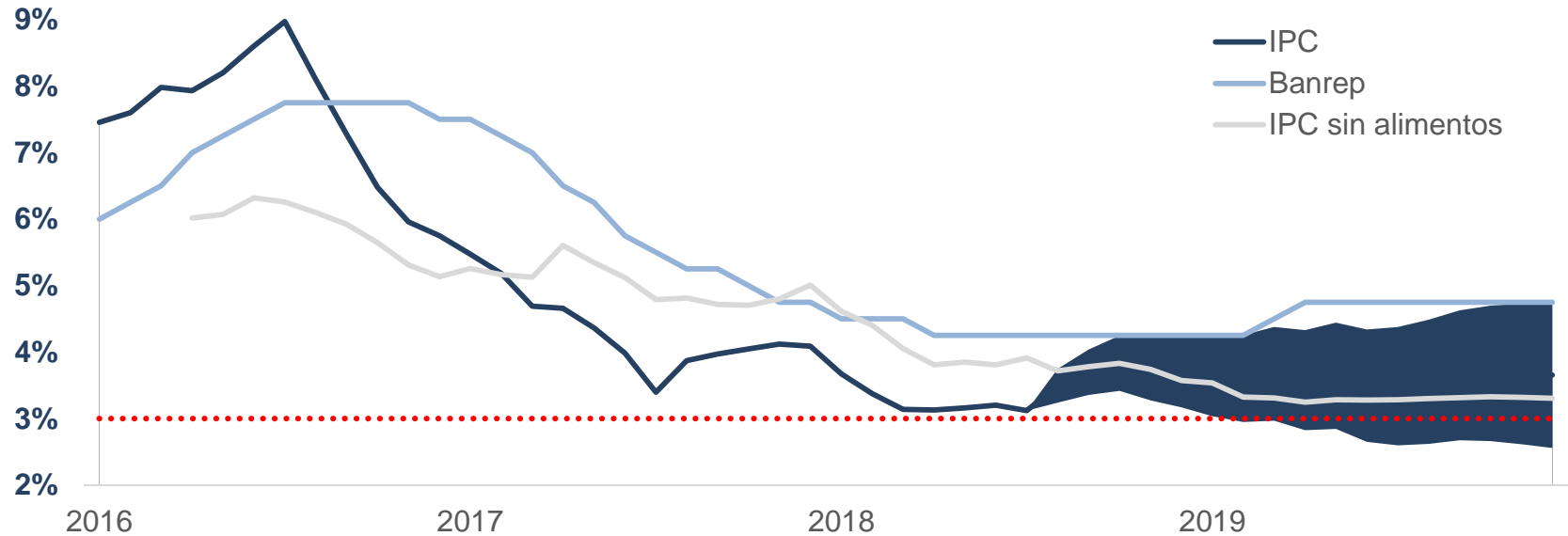
T=0 representa el inicio del ciclo de estabilidad



El promedio anual de inflación caería de 4.32% en 2017 a 3.44% en 2018

Los swaps IBR descuentan el 1er incremento de tasas dentro de 6 meses

Fan chart IPC total a 2019 (CdB)



Tasa IBR overnight implícita en los swaps (Corficolombiana)

Tasas EA

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
10-ago-17	5.51%	5.28%	5.06%	5.07%	4.86%	4.86%	5.13%
1-ene-18	4.69%	4.48%	4.74%	4.02%	4.10%	4.08%	4.68%
13-jul-18	4.25%	4.11%	4.26%	4.26%	4.35%	4.96%	5.53%
3-ago-18	4.25%	4.10%	4.27%	4.26%	4.35%	4.82%	5.24%
10-ago-18	4.25%	4.10%	4.26%	4.27%	4.35%	4.88%	5.38%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

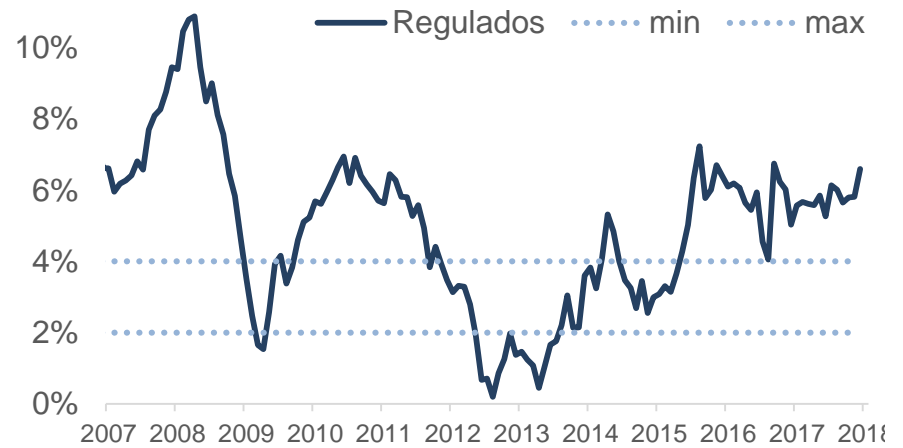
La base estadística de los Alimentos debería estar próxima a repuntar

Transables bajo la mira

- A pesar de la fuerte caída que presentaron los alimentos, **continuamos considerando que es el componente que más presiones inflacionarias va a presentar en los meses restantes**, en la medida que la base estadística para este rubro estaría en contra hasta finales del 2018. Por el lado de transporte, como lo hemos mencionado se siguen evidenciando algunos sesgos al alza (aunque en el mes de julio no se materializaron), en la medida que los precios del petróleo sigan en los niveles actuales y el dólar se siga fortaleciendo a nivel mundial, los precios de la gasolina se verán impactados. Importante resaltar que el comportamiento de los regulados estuvieron presionados al alza de manera significativa, a pesar que no hubo alzas en el precio de los combustibles en julio, hecho que esperamos que se repita en agosto; por lo cual esperamos que cuando se materialice un aumento adicional de los combustibles (propios del ajuste por los elevados precios del petróleo), el impacto sobre regulados será aún más importante.
- Si bien Colombia ha sido de los países con mejor desempeño en la región a pesar de la incertidumbre internacional, **consideramos que en los próximos meses la postura más hawkish por parte de los principales bancos centrales del mundo y las tensiones comerciales entre EE.UU y China podría generar presiones sobre el dólar**. A esto se suma, que en la segunda mitad del año es donde el peso colombiano suele devaluarse más, lo cual podría traer mayores presiones inflacionarias para Colombia. Por último, resaltamos que la probabilidad que se materialice un fenómeno de El Niño entre finales de 2018 y principios de 2019 se mantiene en niveles altos, aunque bajaron levemente al pasar de 71%-80% a 69%-78%; no obstante, las últimas predicciones de modelos estadísticos y dinámicos favorecen el desarrollo débil de El NIÑO, creciendo a una fuerza posiblemente moderada.

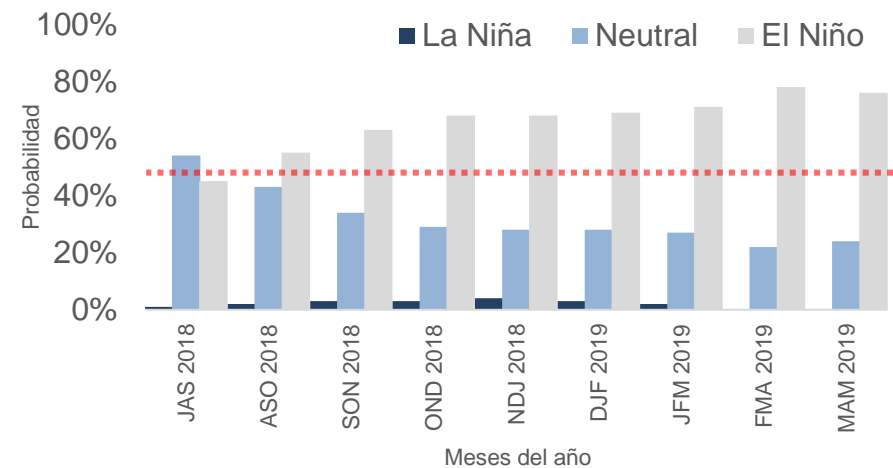
IPC Regulados (CdB)

Desde 2007 a la fecha



Proyección Probabilidad Fenómeno Niña y Niño (NOAA)

2018



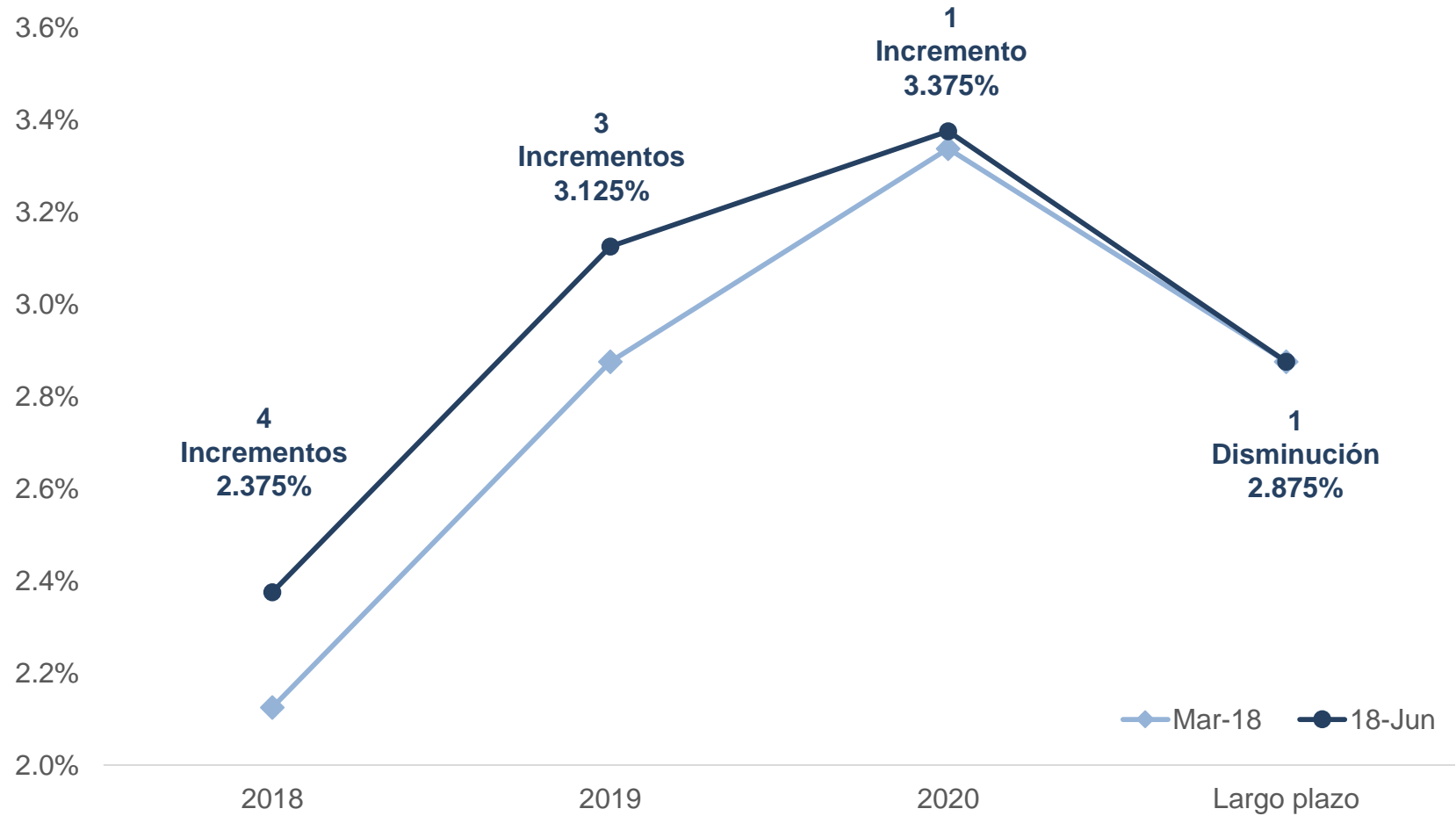
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La FED eleva el ritmo de incremento de tasas para 2018 y 2019

En el largo plazo continua anticipando reducciones

Cambios trimestrales de proyección tasas de interés por parte de la FED (CdB)

Junio 2018



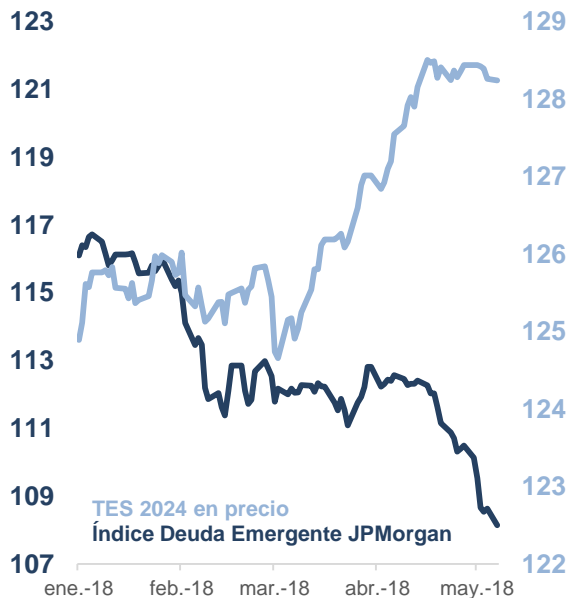
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Oráculo de los TES

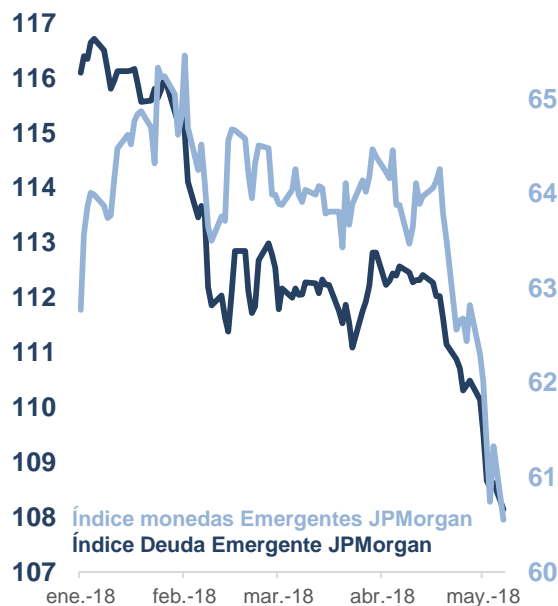
Lo que ocultan el dólar y los TES de largo plazo

- La fortaleza del petróleo aparte de apreciar el peso colombiano y mejorar el panorama fiscal, ha hecho que los TES de largo plazo se mantengan relativamente estables en bajos niveles en momentos en que parece haber llegado a su fin el ciclo de disminución de tasas Banrep (ver [El dato | Colombia es pasión](#)). En contraste, **el comportamiento de la deuda emergente ha sido negativo por la debilidad de sus monedas al iniciar un ciclo de fortaleza del dólar a nivel mundial** por la buena dinámica que presenta la economía de EEUU frente al resto del mundo, en especial frente a Europa (ver [El Oráculo del Euro | PMI Perdiendo el Momentum Ideal](#)).
- De esta forma, **aunque consideramos probable que esta distorsión permanezca en el corto plazo**, debido a que los choques de oferta de crudo podrían permanecer por el fin del acuerdo nuclear con Irán y la crisis en Venezuela (ver [El dato | Choques de oferta de crudo](#)), **eventualmente los TES y el peso colombiano podrían desvalorizarse para alinearse con el comportamiento de la deuda emergente y ampliar el bajo diferencial que presenta respecto a los Tesoros Americanos** (ver [El Oráculo de los TES | Con bajo diferencial](#)).

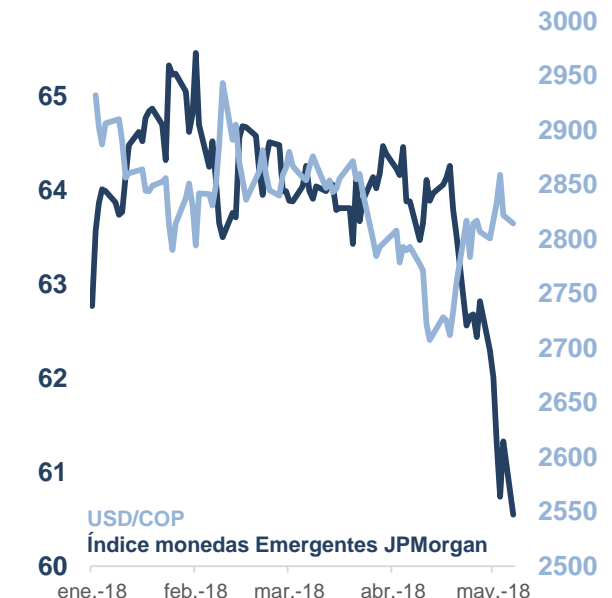
Índice deuda emergente vs
TES largo plazo en precio



Índice deuda emergente vs
Índice monedas emergentes



Índice monedas emergentes vs
Peso colombiano USD/COP



El diferencial entre los TES y los Tesoros Americanos

Se mantiene en bajos niveles sugiriendo posiciones cortas en TES

Spread Tesoros Americanos y TES a 10 años (CdB)

2011 – fecha



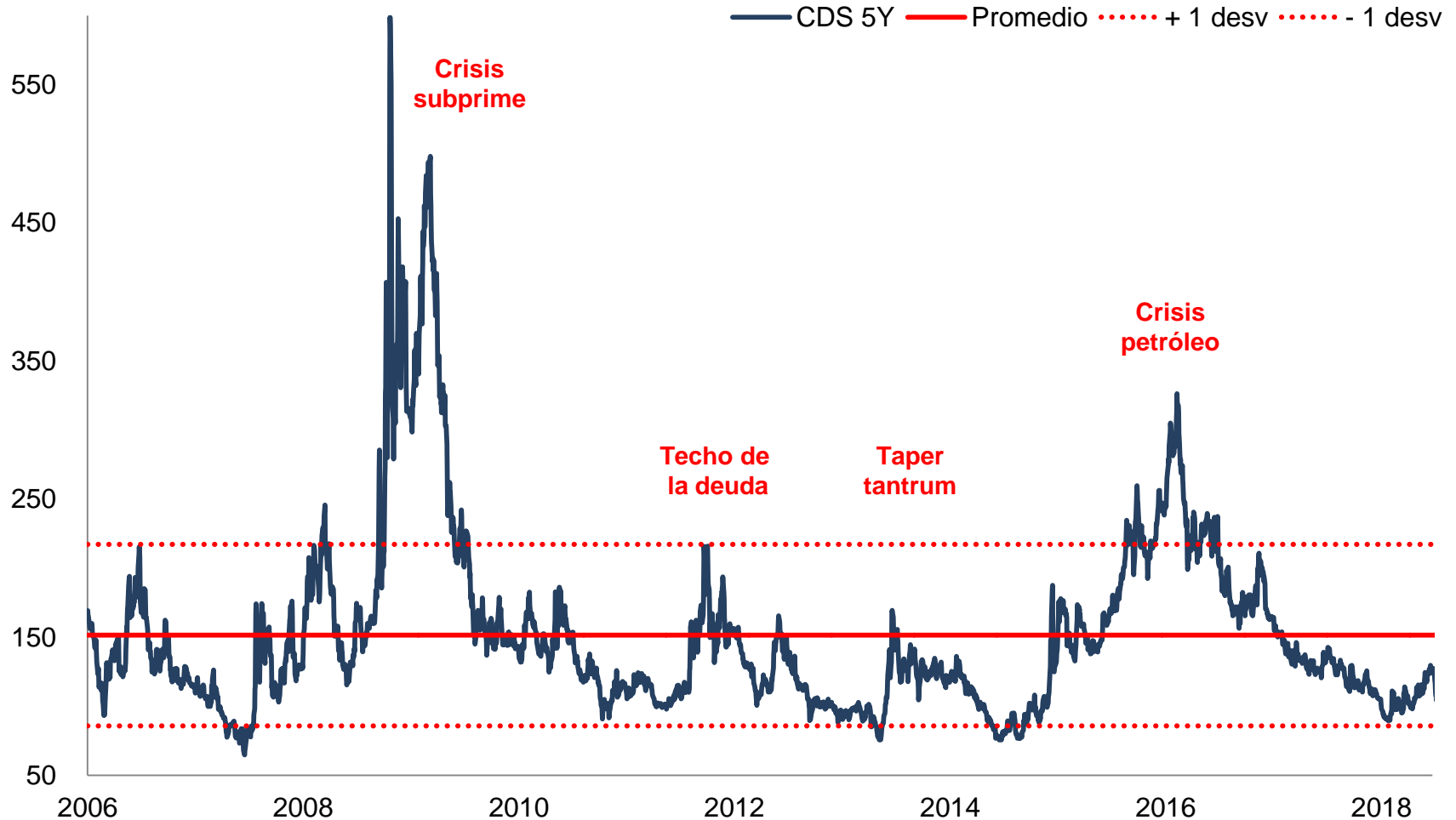
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Riesgo País de Colombia repunta y cambia de tendencia

En medio del empalme del nuevo gobierno y las tensiones comerciales

Colombia CDS 5Y (CdB)

2006-2018



¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Estratega Renta Fija	Angela Pinzón	angela.pinzon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Diego Velásquez	diego.velasquez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Estratega Acciones	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Practicante	Raúl Moreno	raul.moreno@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Análisis y Estrategia

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

Bogotá

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 7 No 33-42, Piso 10-11

Edificio Casa de Bolsa

Medellín

TEL (574) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 3 sur No 41-65, Of. 803

Edificio Banco de Occidente

Cali

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



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. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.