
Emisión TIPS UVR U- 3

Análisis mercado y fundamentos de inversión

julio de 2018

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Emisión TIPS UVR U-3

Principales características de la emisión, somos colocadores



- Nos complace anunciarles que **participaremos como agentes colocadores en la emisión de TIPS UVR U-3** por hasta \$454.000 millones que realizará la Titularizadora Colombiana el próximo 24 de julio.
- Teniendo en cuenta que persiste el riesgo que las curvas de rendimientos se continúen empujando por el fin de recortes de tasas Banrep y la normalización política mundial, **los títulos de baja duración como los TIPS U-3 lucen como una buena alternativa de inversión**. Adicionalmente, **en julio suele iniciar el ciclo de compra de títulos indexados a la UVR** anticipando el ciclo de inflaciones mensuales altas de fin de año. Durante los últimos 10 años, los TES UVR de corto plazo se han valorizado en promedio 69 pbs en los segundos semestres, lo cual también beneficiará el desempeño de los TIPS UVR (en promedio los TIPS UVR han cortado 107 pbs sobre el TES de referencia). Por otra parte, **el inicio del ciclo de estabilidad de tasas del Banrep haría que el escenario de prepago no difiriera al escenario base** proyectado por la Titularizadora. Igualmente, cabe resaltar que dada esa característica del título (prepago), su liquidez en el mercado secundario suele ir disminuyendo con el tiempo posterior a los tres meses de emitido.
- En términos de liquidez del mercado, las condiciones continúan holgadas y favorecería esta colocación por las compras de TES por parte del Ministerio de Hacienda para suavizar el impacto del vencimiento de los octubres y noviembre de 2018. A igual, una vez finalizada la ley de garantías el saldo de recursos de la DTN en el Banrep podría disminuir si se reactiva la inversión pública. Por último, tendremos los pagos de cupones más altos del año correspondientes a los julio de 2020 y 2024 por COP4.7 billones.

24 julio

Fecha de colocación estimada

- Títulos:** TIP UVR U-3
- Plazo:** 10 años (duración 3.25 años)
- Modalidad colocación:** Construcción libro de ofertas
- Pago:** T+1
- Fixing:**

454.000 MM

Monto máximo a emitir (mínimo 351 mil MM)

Escenario prepago	Duración (años)	TES Referencia	Fixing	Tasa Máxima
Valoración (13.78%)	3.25	2.51%	3.20%-3.30%	3.40%

AAA

Calificación por BRC Investor Services

Fixing TIPS UVR U-3 a 2028

Entre 3.20% y 3.30%

3.20%-3.30%

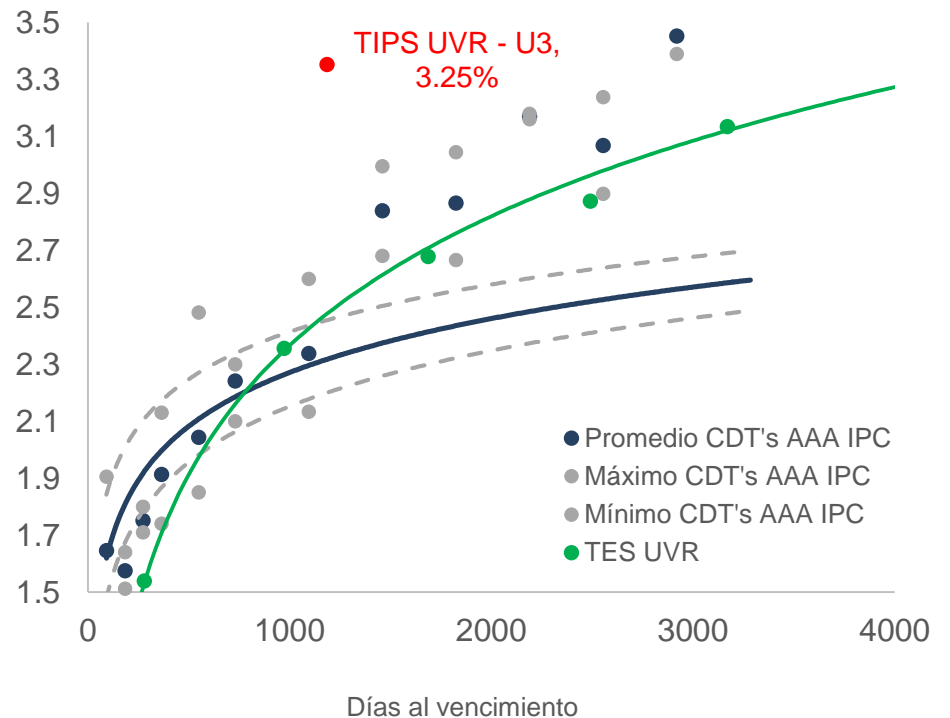
tasa estimada de corte. Entre 70 y 80 pbs sobre TES UVR Sintético de la misma duración

3.25 años

duración estimada bajo un escenario de prepago de 13.78%

Curva IPC y TES UVR (CdB)

A la fecha



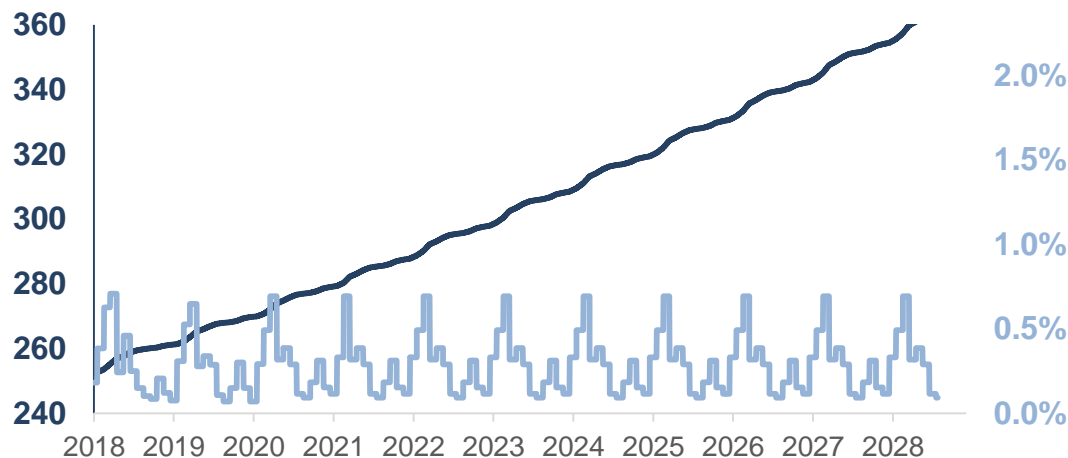
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Alternativa de inversión en TIPS U-3

Beneficiándose del inicio del ciclo inflacionario mensual

Los títulos indexados de baja duración como los TIPS U-3 lucen como una buena alternativa de inversión teniendo en cuenta que persiste el riesgo que las curvas de rendimientos se continúen empujando por el fin de recortes de tasas Banrep y la normalización política mundial. Adicionalmente, en julio suele iniciar el ciclo de compra de títulos indexados a la UVR anticipando el ciclo de inflaciones mensuales altas de fin de año. Por otra parte, el ciclo de estabilidad de tasas del Banrep haría que el escenario de prepago se ajuste al escenario base proyectado por la Titularizadora, lo cual disminuiría el riesgo de reinversión.

Proyección UVR e IPC Mensual (CdB)



Escenarios rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 3.25%EA

Margen		Escenarios de Rentabilidad EA a plazos							Vencimiento
Compra	Venta	60	90	180	270	360	540	720	3409
	4.25%	-12.48%	-6.92%	-0.89%	2.58%	3.78%	4.43%	5.45%	
	4.00%	-8.51%	-4.17%	0.50%	3.49%	4.43%	4.82%	5.72%	
	3.75%	-4.34%	-1.33%	1.91%	4.41%	5.09%	5.21%	5.98%	
	3.50%	0.06%	1.63%	3.35%	5.34%	5.76%	5.61%	6.25%	
3.25%	3.25%	4.70%	4.69%	4.82%	6.29%	6.44%	6.02%	6.52%	6.61%
	3.00%	9.58%	7.86%	6.33%	7.26%	7.13%	6.43%	6.80%	
	2.75%	14.73%	11.16%	7.86%	8.24%	7.83%	6.84%	7.07%	
	2.50%	20.15%	14.58%	9.43%	9.23%	8.53%	7.26%	7.35%	
	2.25%	25.88%	18.13%	11.03%	10.25%	9.25%	7.68%	7.63%	

6.61% EA

rentabilidad al vencimiento (fecha de último prepago en 2027)

AAA

calificado por BRC Investor Services

* 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 11 de julio, y nuestra proyección de inflación mensual.

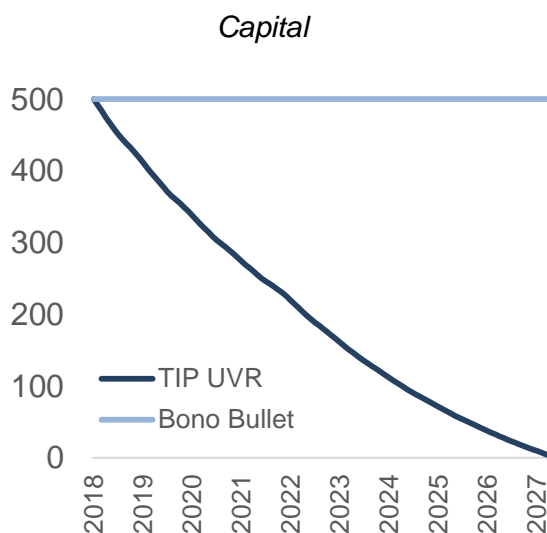
Estructura de caja futura TIPS UVR

Comparativo respecto a un bono bullet en UVR

Ejemplo:

- **Monto del crédito:** COP\$500,000,000 (UVR 1.9 MM)
- **Tasa cupón:** 3.40%NMV (ejemplo)
- **Tasa de compra:** 3.45% (ejemplo)
- **Prepago TIP UVR:** 13.78% (escenario base)

Diferencias entre estructura de caja futura TIP UVR y bono bullet (CdB)

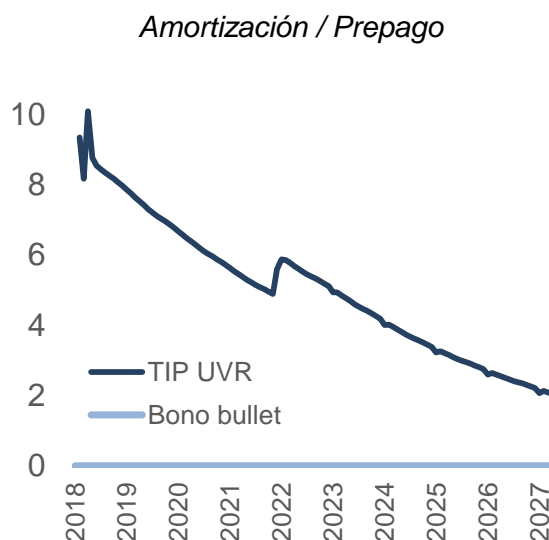


TIP UVR

Va disminuyendo de acuerdo a los prepagos

Bono bullet

No cambia al pagarse al vencimiento

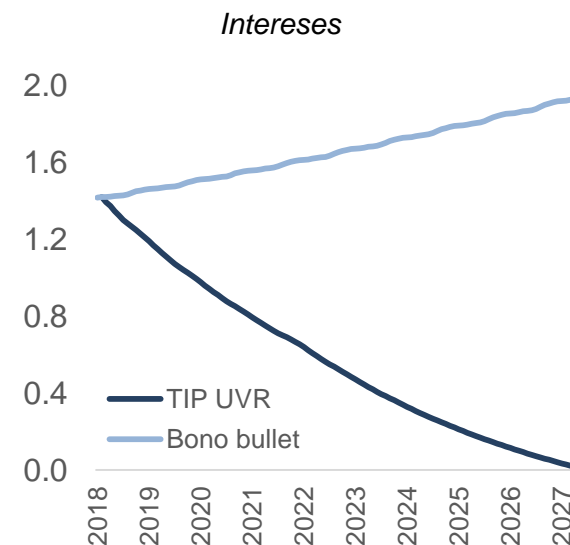


TIP UVR

Se realiza mensualmente y va disminuyendo con el tiempo en línea con el capital

Bono bullet

No hay



TIP UVR

Van disminuyendo en línea con el capital

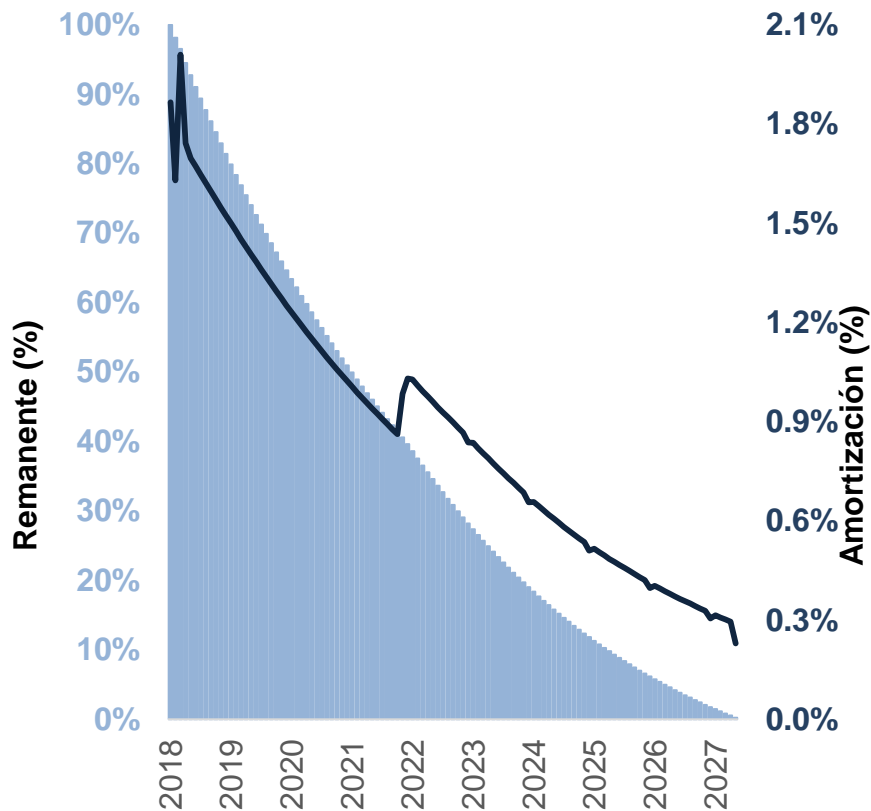
Bono bullet

Es fijo hasta el vencimiento

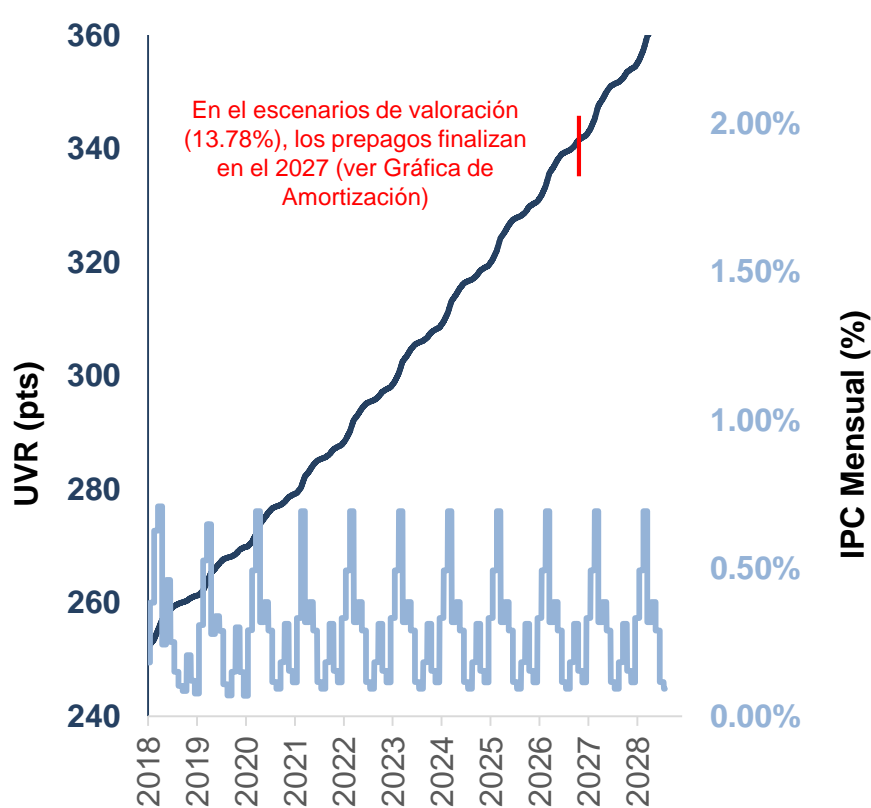
Proyección de UVR y amortización

Suponemos que el IPC tenderá al 3.5% en el largo plazo (meta del Banrep)

Proyección de amortización (Titularizadora)



Proyección UVR e IPC mensual (CdB)



- En los escenarios de rentabilidad utilizamos la misma tabla de amortización entre la fecha de compra y venta
- En el largo plazo proyectamos la UVR con datos de inflación mensual que hace que en IPC anual tienda al 3%, meta del Banco de la República

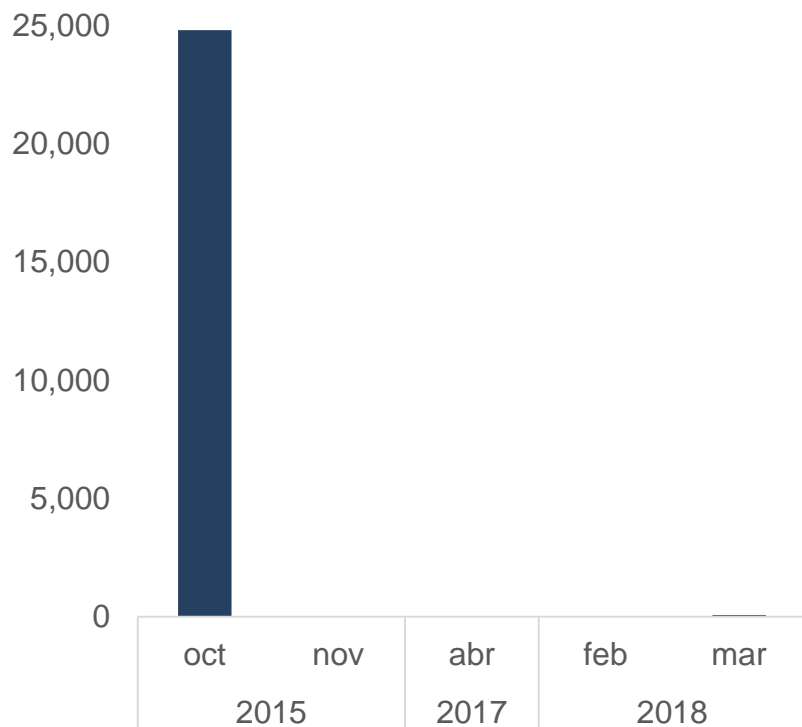
Liquidez de los TIPS U

Elevada durante los primeros meses posteriores a su emisión

- A medida que pasa el tiempo los TIPS van disminuyendo su liquidez debido a que los títulos se van amortizando y a que la mayoría de inversionistas son compradores finales (Fondos de pensiones que los mantienen al vencimiento)
- Según nuestros cálculos, el mayor volumen de negociación suele registrarse durante los tres primeros meses después de la emisión.
- Al igual, hay que tener en cuenta que como los TIPS amortizan mensualmente, entre más pase el tiempo el valor emitido tiende a la baja.

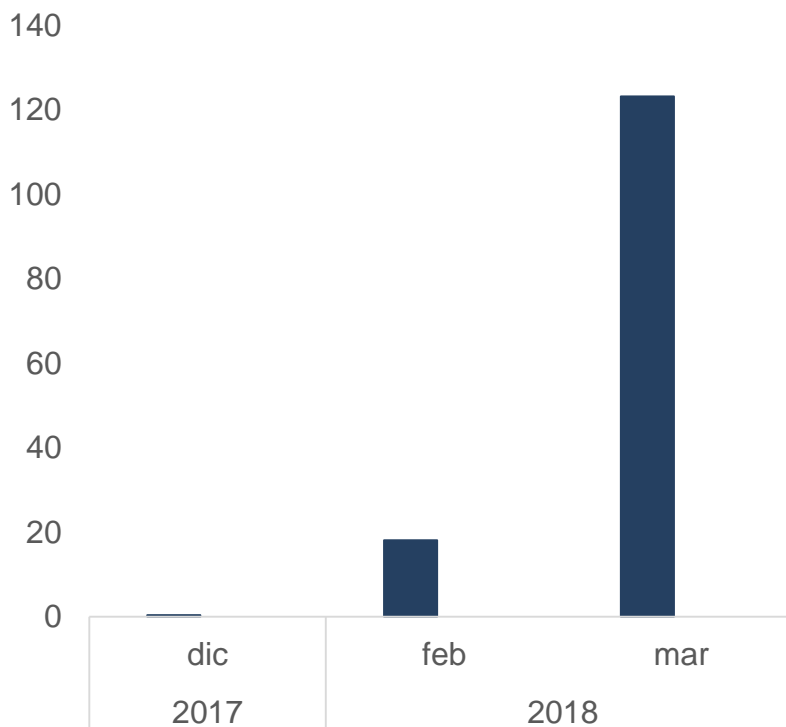
Volumen negociación TIP UVR U-1 (CdB)

Cifras en COP MM



Volumen negociación TIP UVR U-2 (CdB)

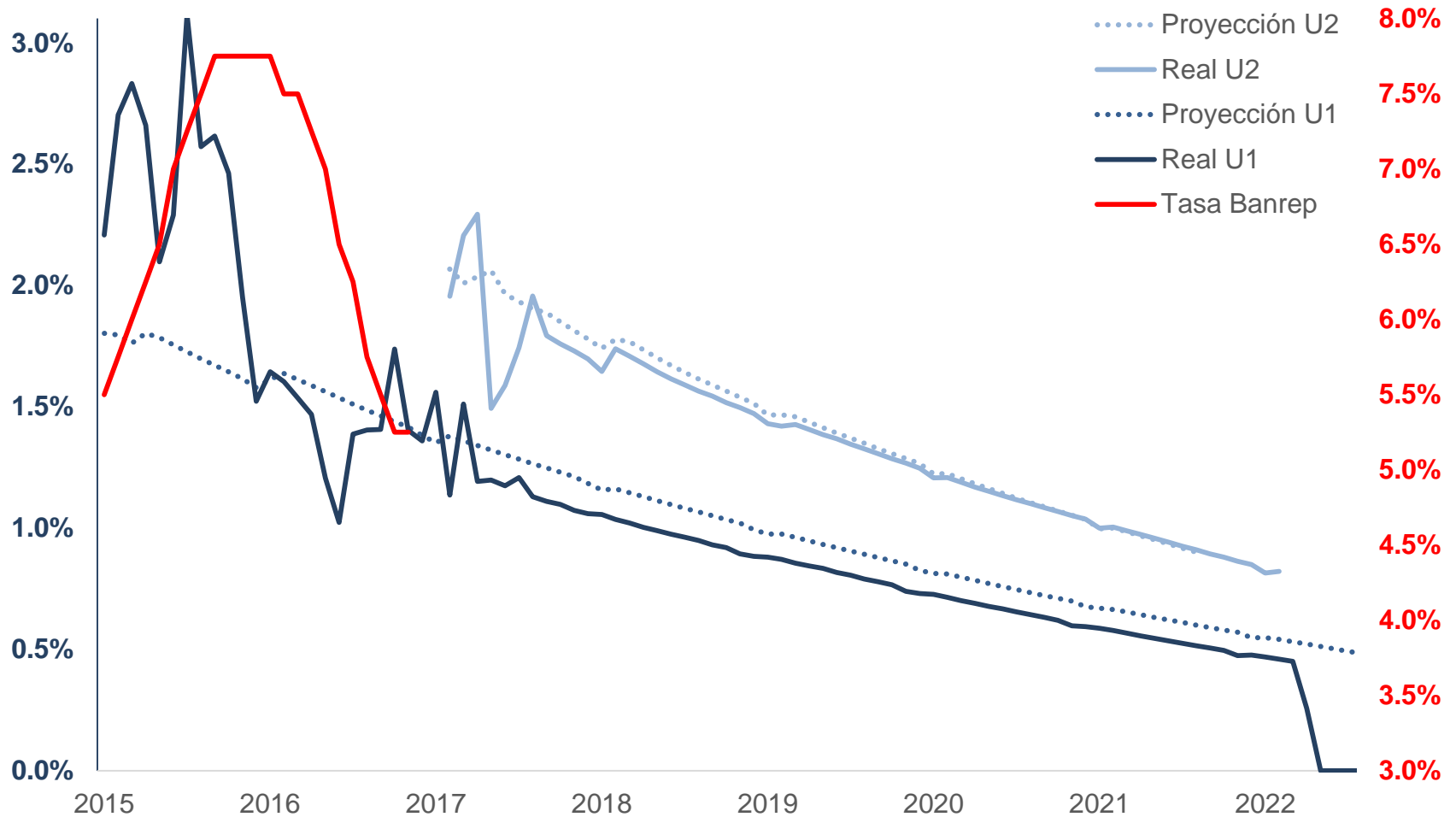
Cifras en COP MM



Comparación entre Proyecciones de Prepago y Prepago Real

TIPS UVR U-1 y TIPS UVR U-2

Prepago proyectado y real TIPS UVR U-1 y TIPC UVR U-2 (CdB)

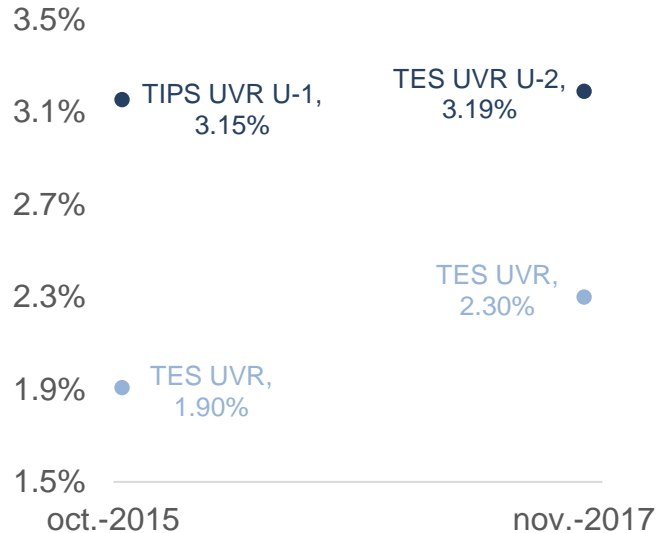


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

TIPS U han cortado un spread promedio de 107 pbs sobre TES UVR

El bid to cover promedio de las emisiones TIPS U ha sido de 1.60x

Tasas de Referencia y Tasas de Corte (CdB)



Spread emisiones de TIPS UVR U y TES UVR (CdB)

Subasta	Vencimiento	Referencia	Tasa de corte	TES de Ref.	Diferencia
15/10/2015	15/10/2025	TIPS UVR A U-1	3.15%	1.908%	1.25%
09/11/2017	09/11/2027	TIPS UVR A U-2	3.19%	2.300%	0.89%
Spread promedio sobre TES					1.07%

Resultados emisiones TIPS UVR U (CdB)

Cifras en Millones COP

Subasta	Referencia	Colocación (MM)	Demanda (MM)	Bid to Cover
15/10/2015	TIPS UVR A U-1	371,152	418,565	1.13
09/11/2017	TIPS UVR A U-2	239,050	496,544	2.08
Total		610,202	915,109	1.60

107 pbs

Spread promedio TES UVR sobre el TES UVR sintético de referencia de la misma duración

1.60x

bid to cover promedio de las emisiones de TIPS UVR

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Estacionalidad TES UVR Corto Plazo

Sugiere venta en Enero, compra entre julio y agosto

Los TES UVR hasta 3 años presentan un comportamiento estacional que depende del IPC mensual. Suelen comprarse entre agosto y septiembre, y venderse después de enero

Estacionalidad TES UVR entre 2008-fecha (CdB)

Promedio variación de tasa en pbs

	Mes	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
Venta	ene	-27	-24	-20	-16	-11
	feb	-2	1	6	13	14
	mar	16	17	15	11	2
	apr	23	20	13	-1	-13
	may	14	8	3	-4	-11
	jun	27	23	21	20	23
Compra	jul	-15	-13	-12	-11	-7
	aug	-13	-10	-8	-5	-2
	sep	-5	-10	-11	-8	-4
	oct	-31	-28	-24	-19	-12
	nov	-8	-4	-1	1	-1
	dec	-11	-13	-13	-9	-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	24 Jul	Titularizadora Colombiana	TIPS U-3	351.000 - 454.000 MM	UVR a 10Y (duración 3Y)	AAA
* CdB	Jul	Titularizadora Colombiana	Título de Participación	140.000 - 200.000 MM	Perpetuo	AAA
* CdB	Jul/Ago	PEI	Bonos Ordinarios	300.000 – 500.000 MM	IPC o TF 5-12-25 Y	AA+
* CdB	2018	Titularizadora Colombiana	TIL (Inv. profesionales)	Hasta 100.000 MM	Dur < 2Y	ND
* CdB	2S2018	PEI	Títulos Participación	ND	NA	AAA
	2018	EPSA	Bonos verdes	Hasta 420.000 MM	ND	ND
	2018	Manufacturas de Cemento Titán	Bonos	40.000 MM	ND	ND
	2018	ISA	Bonos DPI	Hasta 500.000 MM	ND	AAA

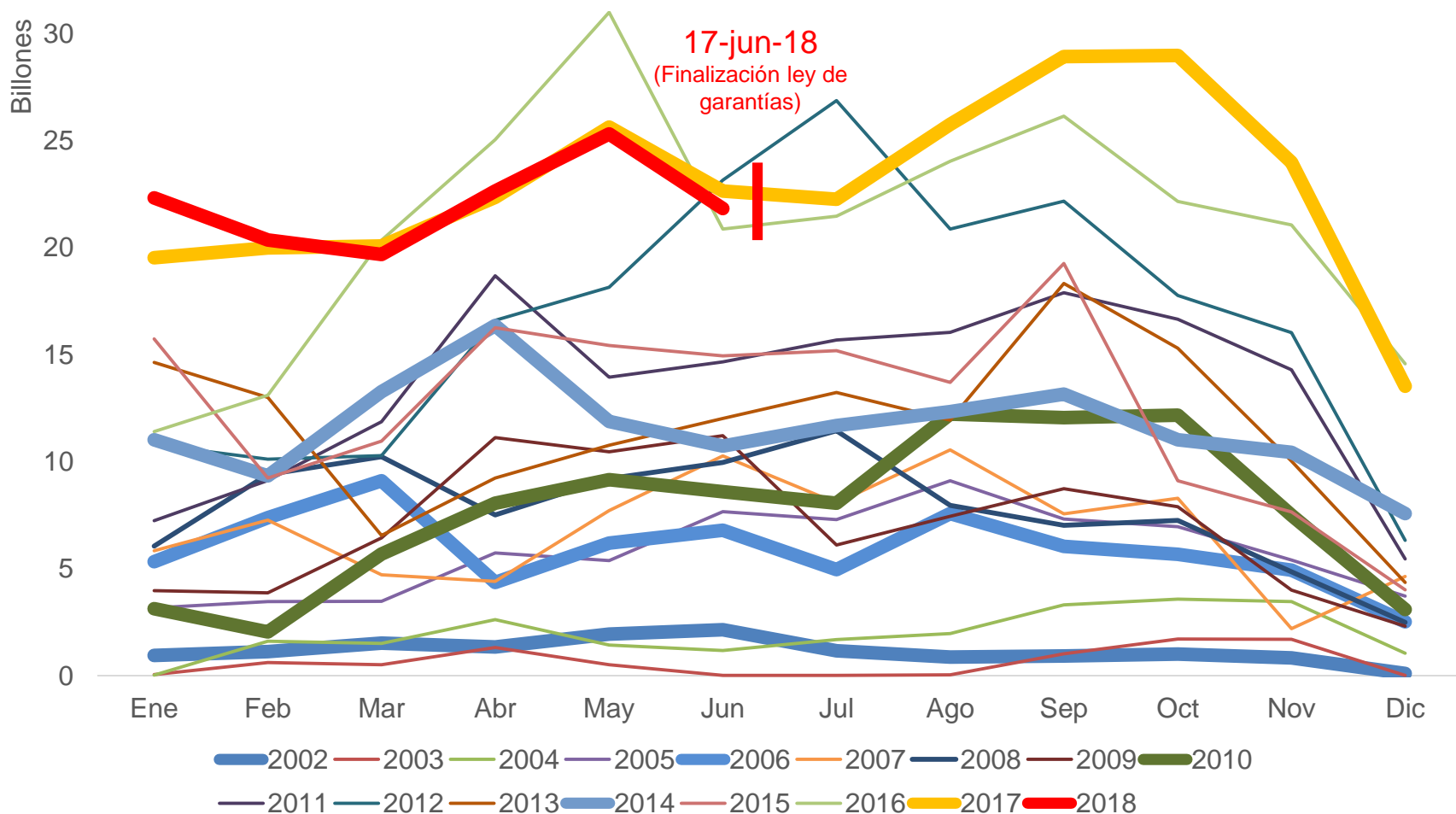
** La presente información no constituye una oferta pública. Las condiciones definitivas de la emisión serán publicadas en el respectivo Aviso de Oferta Pública*

Al 06 de julio el saldo de la DTN en Banrep se ubica en COP 21.8 bill

Registrando una disminución de COP 2 bill frente a la semana anterior

Saldo disponible DTN en el BanRep (CdB)

Cifras en billones COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

En Julio habrá pago cupón de TES COP 2020 y 2024

Por un total de COP 4.8 billones

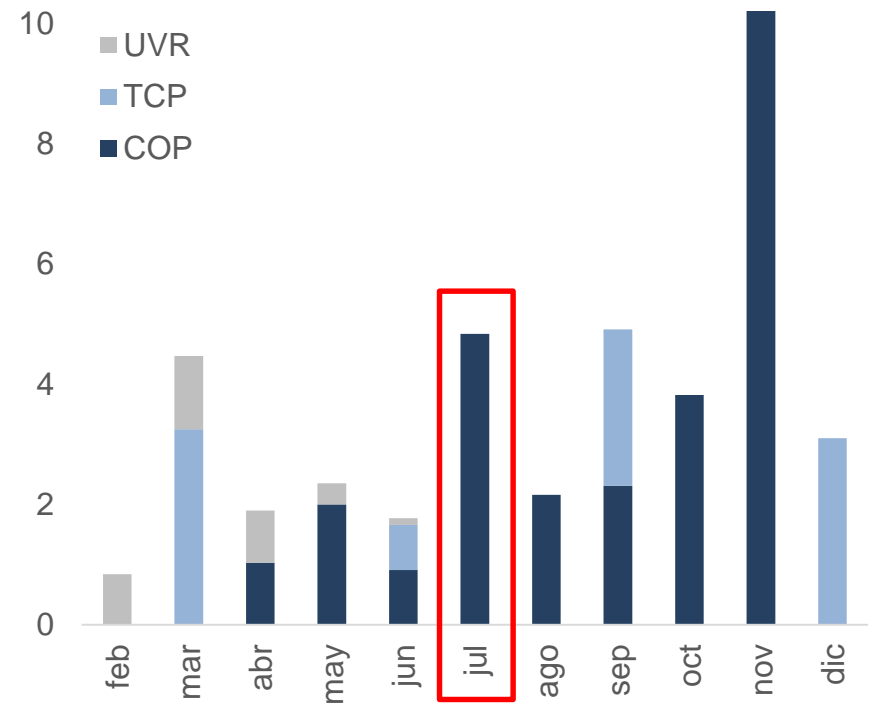
TES vigentes (CdB)

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%	750,000		750,000
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
	04-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%	6,123,392	382,712	382,712
	26-ago-26	X	7.50%	28,778,994	2,158,425	2,158,425
	28-abr-28	X	6.00%	17,221,927	1,033,316	1,033,316
	18-sep-30	X	7.75%	17,294,552	1,340,328	1,340,328
30-jun-32	X	7.00%	12,999,565	909,970	909,970	
UVR	17-abr-19	X	3.50%	10,537,856	368,825	368,825
	10-mar-21	X	3.50%	19,880,011	695,800	695,800
	23-feb-23		4.75%	17,696,537	840,585	840,585
	07-may-25	X	3.50%	10,064,193	352,247	352,247
	17-mar-27		3.30%	7,226,497	238,474	238,474
	25-mar-33	X	3.00%	9,441,938	283,258	283,258
	04-abr-35	X	4.75%	10,453,230	496,528	496,528
16-jun-49		3.75%	3,022,625	113,348	113,348	

Perfil de vencimiento y pago cupón TES 2018 (CdB)

Cifras en billones



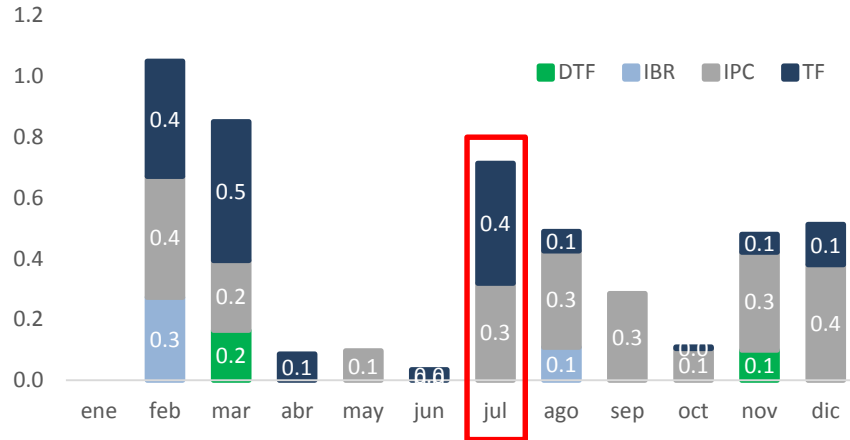
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

En julio será el mayor vencimiento del segundo semestre

Vencimientos se concentra en emisores del sector financiero

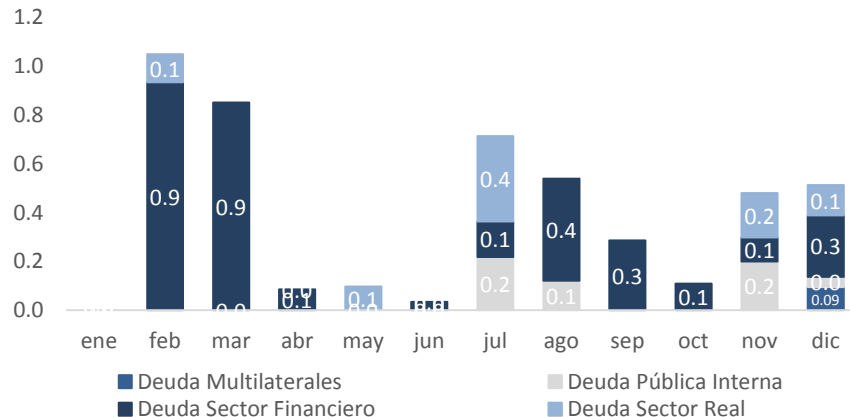
Vencimientos 2018 por indicador (CdB)

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

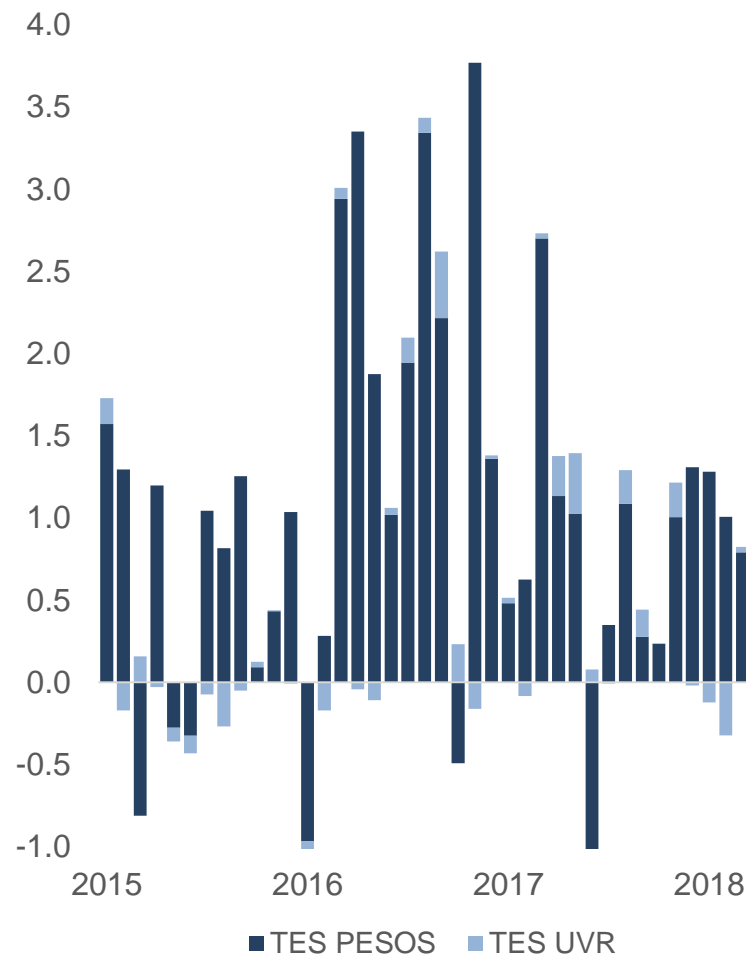
Tenedores de TES

Extranjeros disminuyen su apetito

- Después de tres meses consecutivos de ventas, **en junio los Bancos Comerciales fueron los principales compradores de TES** con un monto de \$1.3 billones, y se mantienen como los segundos mayores compradores netos en TES durante los últimos doce meses (\$8.8 billones), superados por los extranjeros (\$10 billones). Se destaca que el 55% de las compras se realizaron en TES COP (\$720.101 MM), el restante 45% en TES UVR (\$599.232 MM).
- **Las ventas más importantes en TES COP** estuvieron lideradas por las Corporaciones Financieras, las cuales realizaron ventas netas por \$335.155MM (83% en TES COP).
- Uno de los hechos más significativos, es la **moderación en los flujos de compra por parte de los inversionistas extranjeros**, los cuales realizaron compras netas por apenas \$18.592 MM explicados por ventas de TES UVR por \$68.431 MM y compra de TES COP por \$87.028 millones (ver [El Oráculo de la inversión de portafolio | Mientras en los emergentes llueve, en Colombia no escampa](#)).
- El **Ministerio de Hacienda redujo sus compras de manera significativa**, alcanzando un monto de \$ 165.226 MM, lo cual podría sugerir el fin del ciclo de compras de TES que vencen en 2018 teniendo en cuenta que ya han comprado una gran proporción del vencimiento (estimamos \$8.5 de los 13 billones que vencen). De esta forma, consideramos que la entidad dejara a decisión del gobierno entrante continuar comprando estas referencias, dejar vencer el remanente, o anunciar un canje de deuda.
- Las **AFP's realizaron compras por \$1 billón, de las cuales como es habitual estuvo concentrado en TES UVR (\$708.593 MM)**. De esta forma, se consolidan como los mayores tenedores de TES con un 26.25% del total de TES, seguido de cerca de los inversionistas extranjeros con 25.84%.
- El saldo de TES vigentes aumentó en junio \$2.5 billones hasta \$282 billones, de los cuales \$873 mil corresponden a TES COP y \$1.6 en TES UVR, en medio de la última emisión de TES UVR de 2049 de este año.

Variación Mensual tenencias Extranjeros (CdB)

Cifras en COP billones



Fundamentos de Inversión

Estrategia de Inversión Deuda Pública - Julio

DesconcertanTES

- **Mantenemos la sobreponderación en TES de corta duración** al considerar que continúan siendo el mejor refugio ante los riesgos que la curva de rendimiento se continúe empinando (ver [Estrategia TES | Mantenemos sobreponderación de baja duración](#)).
- Destacando que el margen de valorización es muy bajo, debido a que consideramos que el ciclo de recortes de tasas de interés ha finalizado y que en el primer semestre de 2019 podría iniciar el ciclo de incrementos de tasas de interés (Ver [El Oráculo del Banrep | 9 meses gestando el halcón](#)). Sin embargo, su volatilidad sería menor respecto al resto de la curva de rendimientos mientras el Ministerio de Hacienda mantenga sus compras de TES de corto plazo para moderar el impacto del vencimiento de los TES de 2018 sobre la liquidez del mercado (Ver [Tenedores de TES | Creciendo como arroz](#)). **En específico, consideramos que los TES de 2019 y 2020 son los títulos de corto plazo con mayor valor relativo toda vez que según el nivel de z-score es el más elevado** (ver [Estrategia TES | Los TES 2020 reciben el mayor z-score, los TES 2028 se rajan](#)).
- Por otra parte, **mantenemos la subponderación de los TES de largo plazo ya que podrían verse afectados por la normalización de política mundial en Estados Unidos y Europa además del bajo diferencial que presentan respecto a los tesoros americanos** (ver [El Oráculo de los TES | Con bajo diferencial](#)). Sumado a lo anterior, también se encuentra la lectura negativa por parte del mercado tras la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo, el cual prevé un aumento en las subastas de TES de \$27.5 a \$36 billones para el 2019. Cabe resaltar que el nivel de z-score entre los TES de largo plazo sugeriré posiciones cortas en el TES COP 2028 respecto a los TES COP 2030 y 2032.
- Entre tanto, **referente a los TES UVR, a diferencia de los TES COP, se han mantenido relativamente estables, y es posible que se mantengan así, teniendo en cuenta que en julio suele iniciar la temporada de compra de TES UVR con el fin de anticiparse al ciclo de inflaciones mensuales altas de fin de año.** Además, las inflaciones de corto plazo se mantiene por encima de las expectativas, lo cual podría favorecer la tasa de esos papeles, en específico los del TES UVR 2021. Soportando nuestra expectativa, las tasas mínimas de fondeo para los TES UVR de 2035 se ubicaron en niveles bajos, sugiriendo posiciones cortas en los títulos de mayor duración.
- Finalmente, **observamos que durante el mes la liquidez en el mercado de deuda pública continúa holgada**, con niveles diarios de negociación históricamente altos, concentrados en TES UVR, sumado al pago cupón de los TES del 2020, 2024 y 2032 por un total de \$3.5 billones. Así mismo, el saldo de la DTN se ubica en \$23.6 billones y podría disminuir al finalizar la Ley de garantías tras finalizar las elecciones presidenciales.












Estrategia de Inversión Deuda Privada - Julio

Indexando-ando

- **Las expectativas del mercado se han movido a favor de nuestra recomendación de indexación de portafolios y subponderación de títulos en Tasa Fija.** El mercado espera que no hayan más recortes de tasas por parte del Banco de la República, y se comienza a preguntar cuando iniciaría el ciclo de incrementos de tasas (ver [El Oráculo del Banrep | 9 meses gestando el halcón](#)), el cual según la última encuesta de expectativas se daría en abril de 2019.
- **La curva de rendimientos en IPC continúa su empinamiento, tras los descensos de los márgenes de los títulos del tramo corto y medio de la curva,** luego que la inflación en mayo siguió al alza presentando un avance de 3 pbs a 3.16%. Así las cosas, consideramos que los márgenes podrían seguir cayendo (valorizándose) dado que los riegos en la inflación continúan siendo alcistas debido a la base estadística en contra, las precios al alza de los combustibles, el repunte del crecimiento de la economía, entre otros motivos (ver [Inflación | La gasolina continuará pasando factura](#)). Importante destacar que 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.
- **Para el caso de la curva de IBR, todos los tramos de la curva continúan evidenciándose un buen desempeño** al tiempo que se ha elevado su demanda (ver [Informe mensual Renta Fija | La deuda privada de baja duración da sus frutos](#)). De esta manera, **aunque consideramos que se mantendría esta tendencia positiva, los niveles de entrada son históricamente bajos por lo cual podría dificultar su rotación en un futuro si sus tasas llegan a corregir al alza, por lo que preferiremos posiciones al vencimiento en títulos tasa fija de baja duración para los perfiles conservadores y moderados.** 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](#)).
- **La curva en Tasa Fija se mantiene como la más empinada de la deuda corporativa, explicado por el ajuste hacia las tasas Banrep que evidencian los títulos de baja duración y el repunte de tasas de largo plazo. Es importante resaltar el spread de los títulos de media y larga duración se comienzan a ubicar por encima del spread que históricamente han presentado respecto a la tasa repo del Banrep, lo cual los hace apropiados para diversificar los portafolios en el indicador siempre y cuando se mantengan al vencimiento o se evalúen rotación más allá de un año.**
- En términos de rentabilidad, a los niveles actuales de tasas para perfiles conservadores y moderados los títulos en IPC a 2 y 3 años lucen más atractivos; seguido de Tasa Fija a 1 y 3 años y por último IBR en los plazos de 2 y 3 años respectivamente. En el caso del perfil agresivo, los títulos en tasa fija a 6 años sobresalen frente a los IPC del mismo plazo bajo el escenario en que permanece el empinamiento de las curvas.
- Por último referente a vencimientos, solo habrá un bono del sector financiero correspondiente a Banco Finandina por \$34 mil millones y el mercado estará atento a la emisión del Cementos Argos, TIPS U-3 y los bonos hipotecarios del PEI.
- Adicionalmente **es importante destacar que el proveedor de precios de valoración Precia nuevamente ha emitido un comunicado indicando que la fecha en que saldrá a producción el cambio metodológico de renta fija local finalmente sería el 5 de julio de 2018.** Así mismo, resaltamos que las curvas de indexaciones serían las que presentarían mayores ajustes en valoración.

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

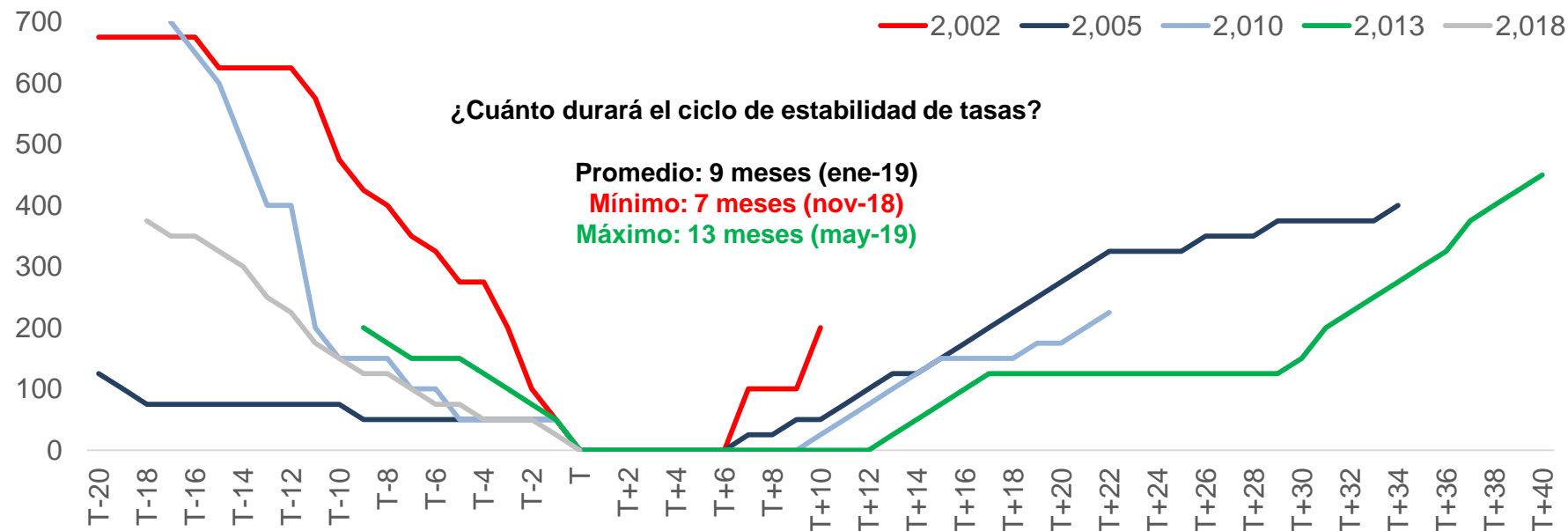
El Oráculo del Banrep

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

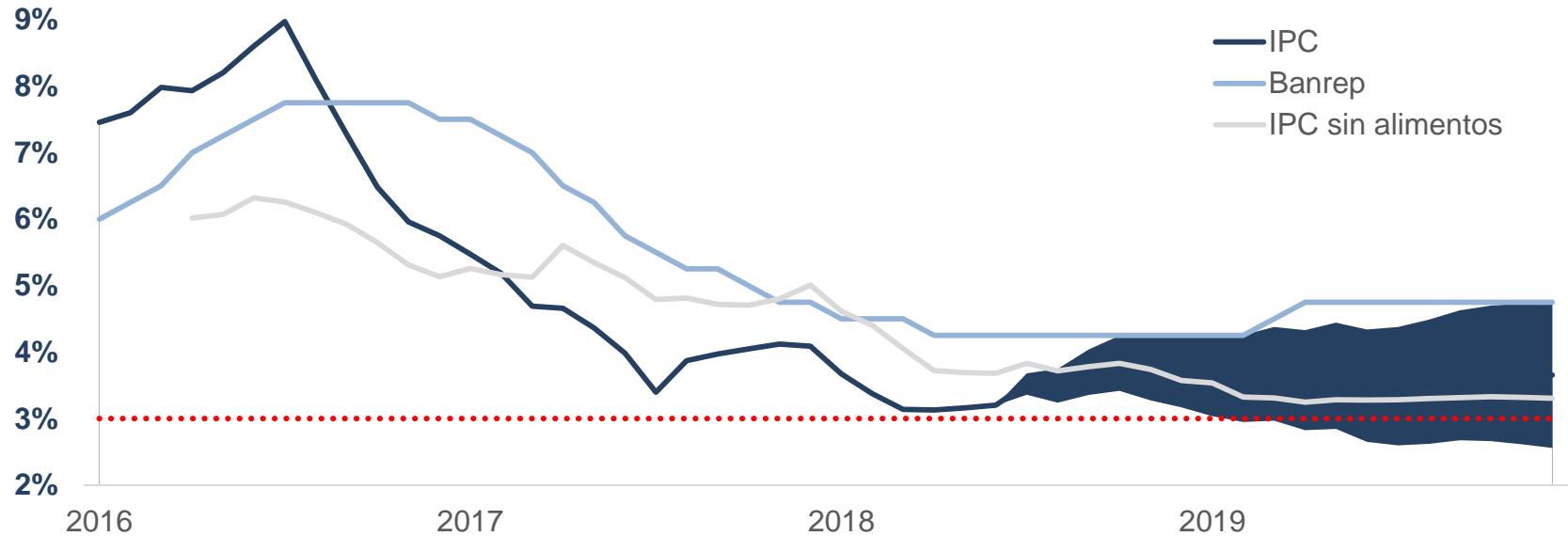


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El promedio anual de inflación caería de 4.32% en 2017 a 3.49% 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
13-jul-17	5.76%	5.52%	5.07%	5.10%	4.97%	4.73%	4.83%
1-ene-18	4.69%	4.48%	4.74%	4.02%	4.10%	4.08%	4.68%
15-jun-18	4.25%	4.09%	4.28%	4.24%	4.34%	5.04%	5.39%
6-jul-18	4.25%	4.13%	4.24%	4.26%	4.47%	5.10%	5.52%
13-jul-18	4.25%	4.13%	4.24%	4.29%	4.41%	4.99%	5.54%

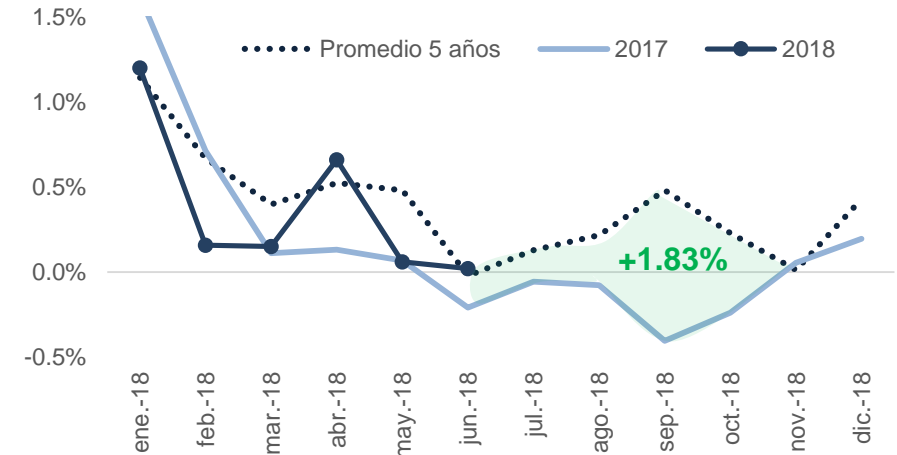
La base estadística de los Alimentos seguirá en contra hasta octubre

La gasolina no pierde protagonismo

- Pese al desempeño que han presentado los Alimentos, **continuamos considerando que es el componente de la inflación que más presiones alcistas presentaría durante los próximos meses** debido al rol de la base estadística del año pasado que estaría en contra hasta finales de 2018. Ahora bien, tal y como lo habíamos previsto, **el sesgo al alza en el componente de transporte continuó siendo una realidad en el mes de junio y consideramos que en julio continuaría la tendencia alcista** teniendo en cuenta los niveles de los precios del petróleo, sumado al fortalecimiento del dólar a nivel global y por consiguiente a los ajustes en el precio de la gasolina que no dan tregua (ver [Reporte Inflación Mayo | La gasolina continuará pasando factura](#)).
- Por otro lado y no menos importante, está el factor **económico internacional y los efectos que éste pueda tener sobre el dólar**. De esta manera, la materialización de la una guerra comercial, sumado a la incertidumbre de los mercados respecto a las economías emergentes tras las posturas más hawkish de los principales bancos del mundo, podría generar algo de presiones inflacionarias para Colombia pese a que ha resultado ser uno de los países que mejor desempeño ha tenido frente al panorama internacional. **Por último, resaltamos el incremento que continúa presentando la probabilidad que se materialice un fenómeno de El Niño entre finales de 2018 y principios de 2019 que ha pasado de 58%-67% a 71%-80%**; no obstante, las últimas predicciones de modelos estadísticos y dinámicos favorecen colectivamente el desarrollo débil de El NIÑO, creciendo a una fuerza posiblemente moderada. Por lo anterior, continuaremos haciéndole seguimiento toda vez que de su intensidad depende el calibre de las presiones inflacionarias durante esos periodos de tiempo sobre el componente de alimentos.

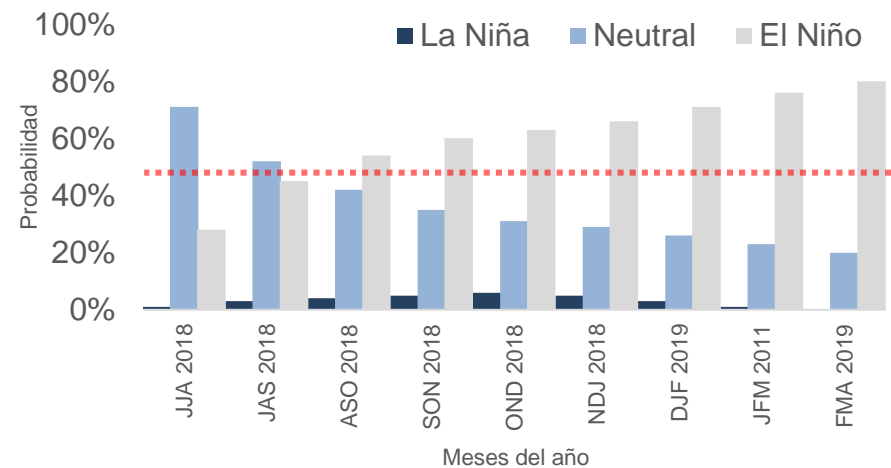
IPC Alimentos promedio 5 años, 2017 y 2018 (CdB)

Variación mensual. En verde base estadística en contra



Proyección Probabilidad Fenómeno Niña y Niño (NOAA)

2018



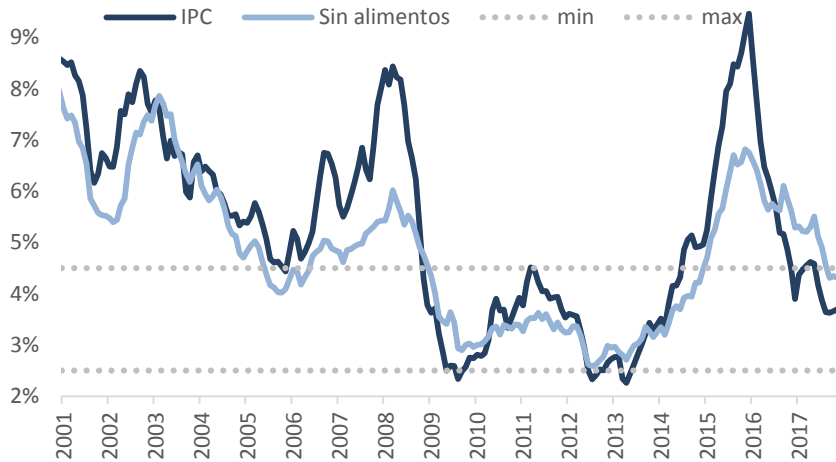
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

IPC total aumentó 4 pb hasta 3.20% (en línea con las expectativas)

IPC de no transables desciende buscando la meta (4.27% vs 4.0%)

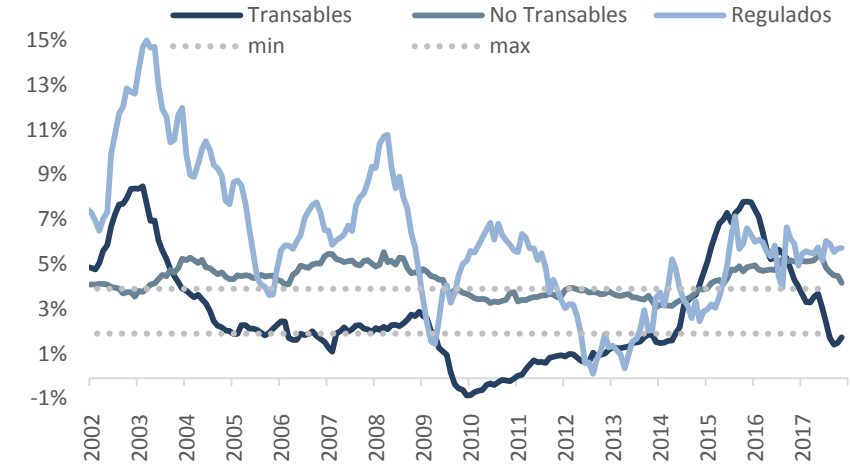
IPC total e IPC sin alimentos (CdB)

Variación anual



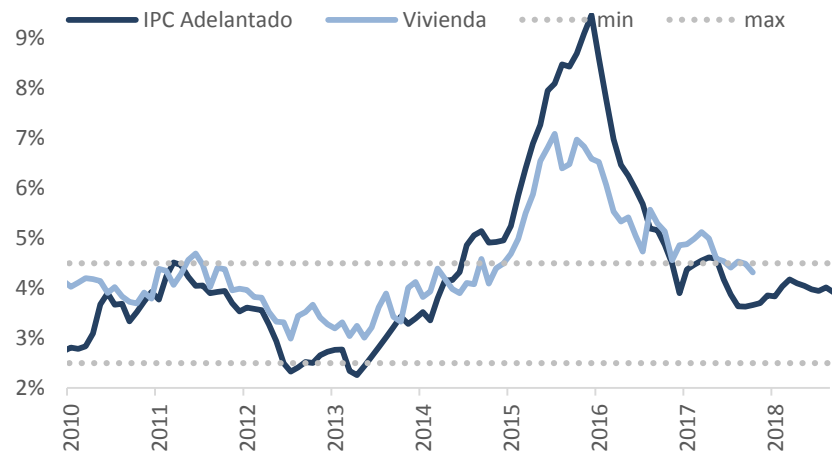
IPC transables, no transables y regulados (CdB)

Variación anual



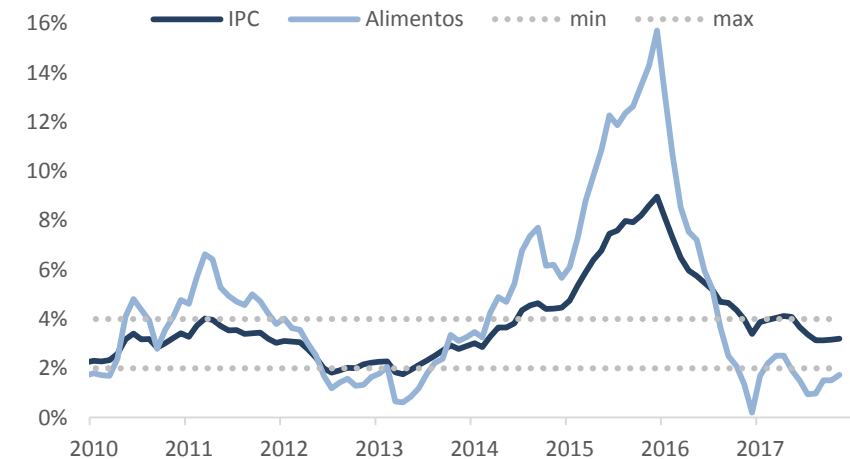
IPC Vivienda vs IPC total adelantado 12 meses (CdB)

Variación anual



IPC Alimentos vs IPC total (CdB)

Variación anual



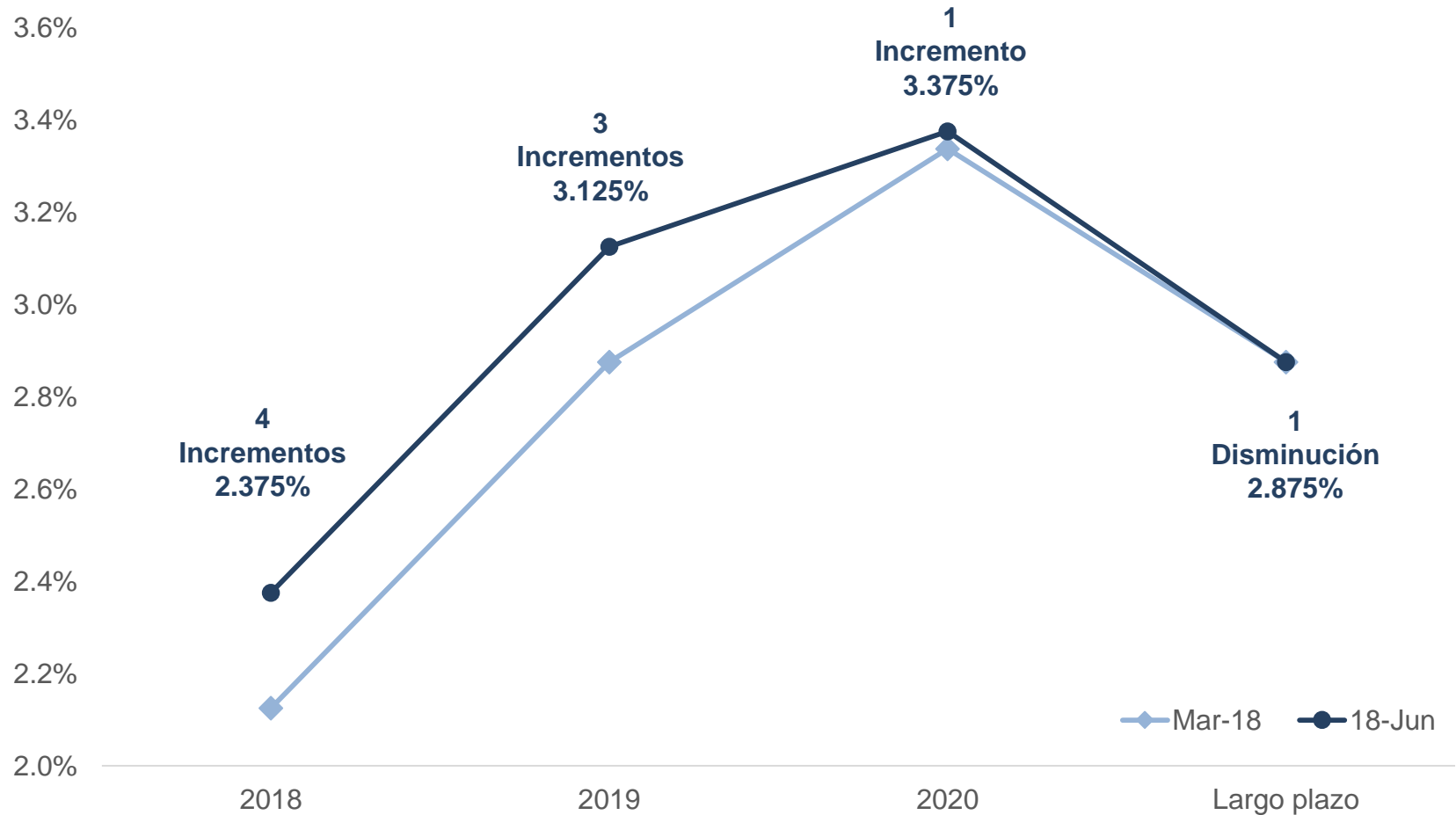
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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



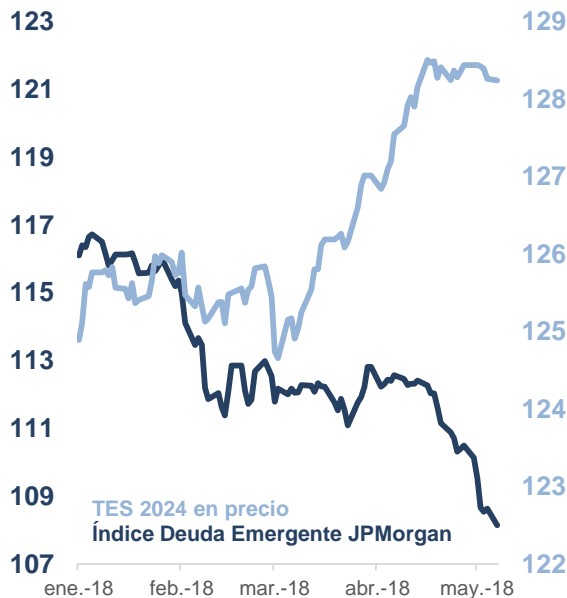
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Oráculo de los TES

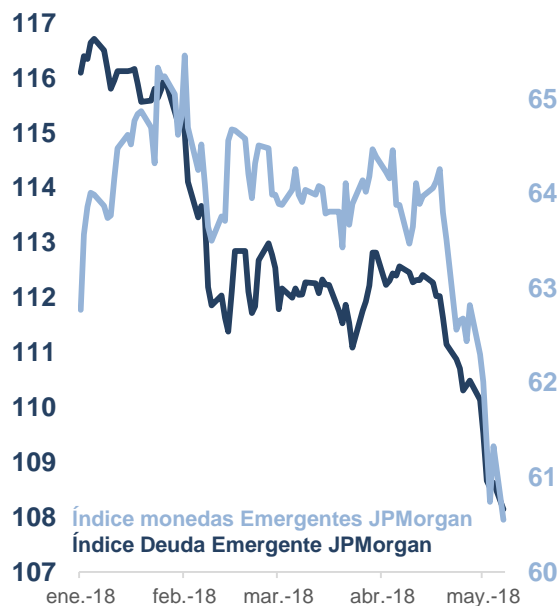
Lo que ocultan el dólar y los TES de largo plazo

- 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](#)).

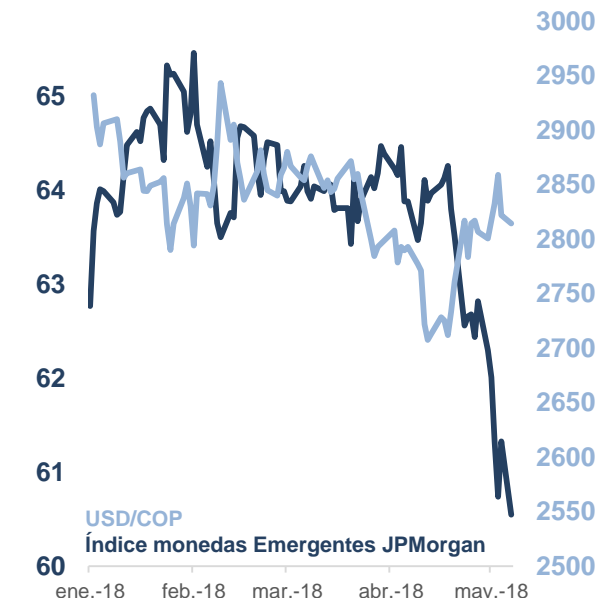
Índice deuda emergente vs TES largo plazo en precio



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



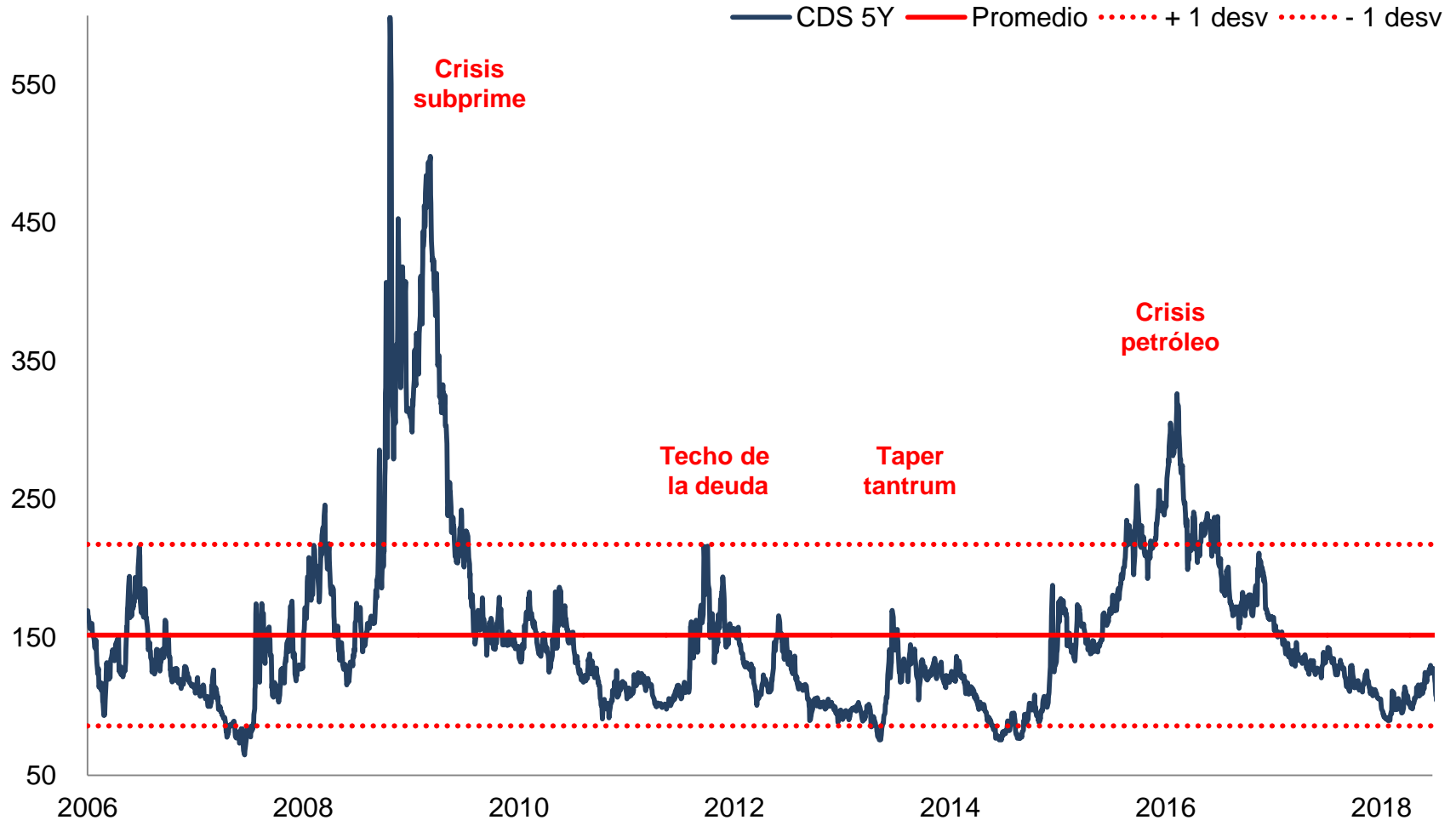
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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



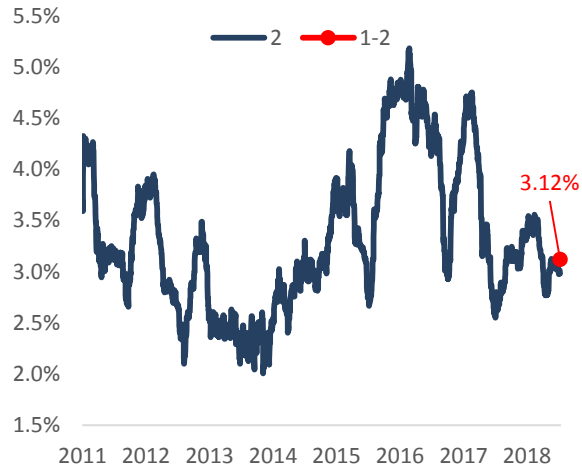
Inflaciones implícitas se encuentran por debajo de expectativas

Favoreciendo posiciones en TES UVR respecto a TES COP

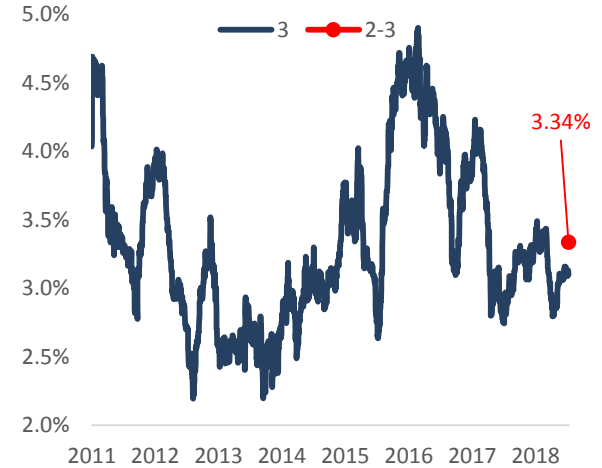
Inflación implícita a 1 año (CdB)



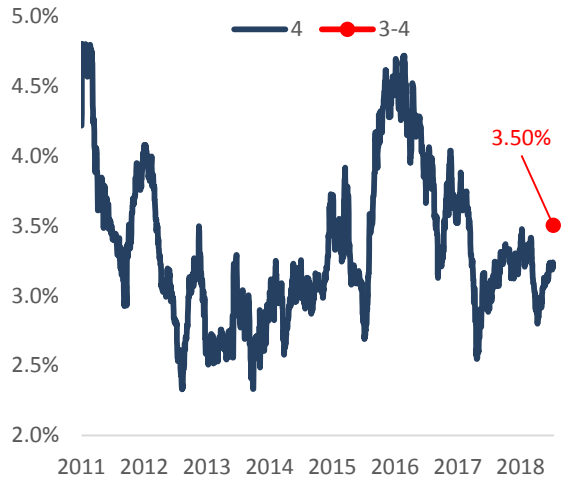
Inflación implícita a 2 año (CdB)



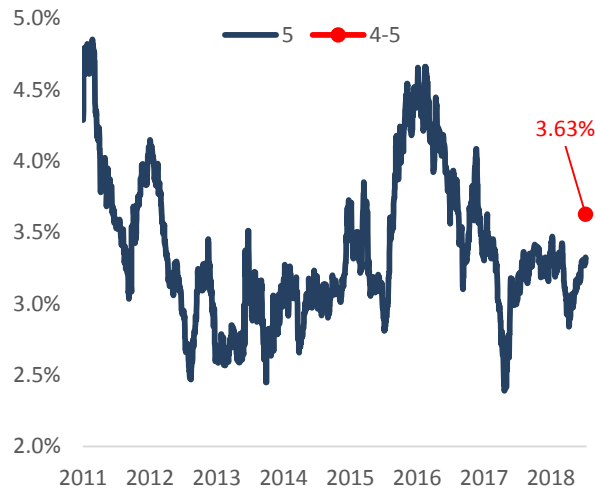
Inflación implícita a 3 años (CdB)



Inflación implícita a 4 años (CdB)



Inflación implícita a 5 años (CdB)



Inflación implícita a 10 años (CdB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Variación mensual en tasa y volúmenes de negociación

TES COP y TES UVR presentan leves desvalorizaciones

Variación mensual TES COP (CdB)

Referencia	Variación mensual TES COP		Δ Pbs
	5/31/2018	6/30/2018	
O 2018	4.08	4.03	-5
N 2018	4.26	4.14	-12
2019	4.73	4.83	11
2020	5.11	5.22	11
2022	5.70	5.76	6
2024	6.10	6.15	5
2025	6.43	6.51	9
2026	6.48	6.54	6
2028	6.62	6.58	-4
2030	6.81	6.85	4
2032	7.05	7.10	5
Promedio			3.2

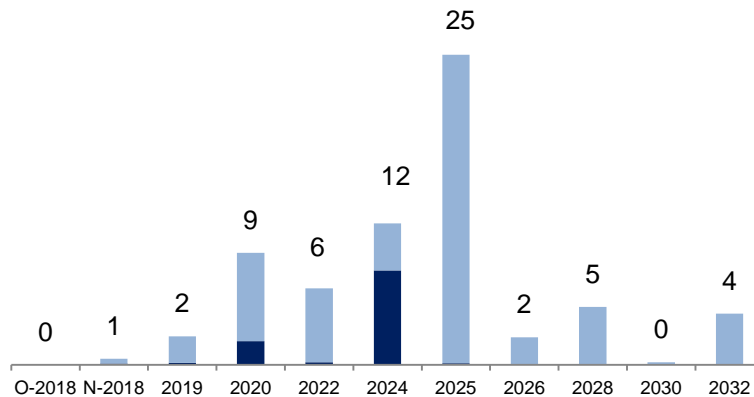
Variación mensual TES UVR (CdB)

Referencia	Variación mensual TES UVR		Δ Pbs
	5/31/2018	6/30/2018	
UVR 19	1.38	1.57	19
UVR 21	2.26	2.36	10
UVR 23	2.56	2.71	16
UVR 25	2.83	2.88	5
UVR 27	3.19	3.12	-7
UVR 33	3.64	3.57	-6
UVR 35	3.64	3.59	-5
UVR 49	3.79	3.80	1
Promedio			4.1

Volúmenes negociación mensual TES COP (CdB)

Cifras en billones COP, *spot

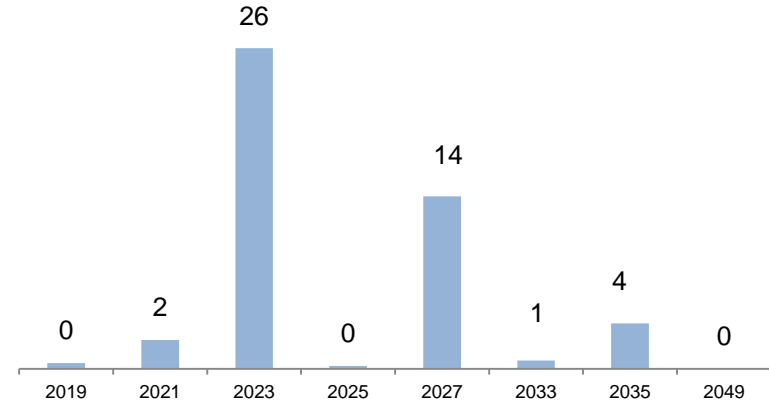
■ MEC ■ SEN



Volúmenes negociación mensual TES UVR (CdB)

Cifras en billones COP, *spot

■ MEC ■ SEN



¿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.