
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 11 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.

11 julio

Fecha de colocación estimada

454.000 MM

Monto máximo a emitir (mínimo 351 mil MM)

AAA

Calificación por BRC Investor Services

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

Escenario prepago	Duración (años)	TES Referencia	Fixing	Tasa Máxima
Valoración (13.78%)	3.25	2.45%	3.35%-3.45%	ND

Fixing TIPS UVR U-3 a 2028

Entre 3.35% y 3.45%

3.35%-3.45%

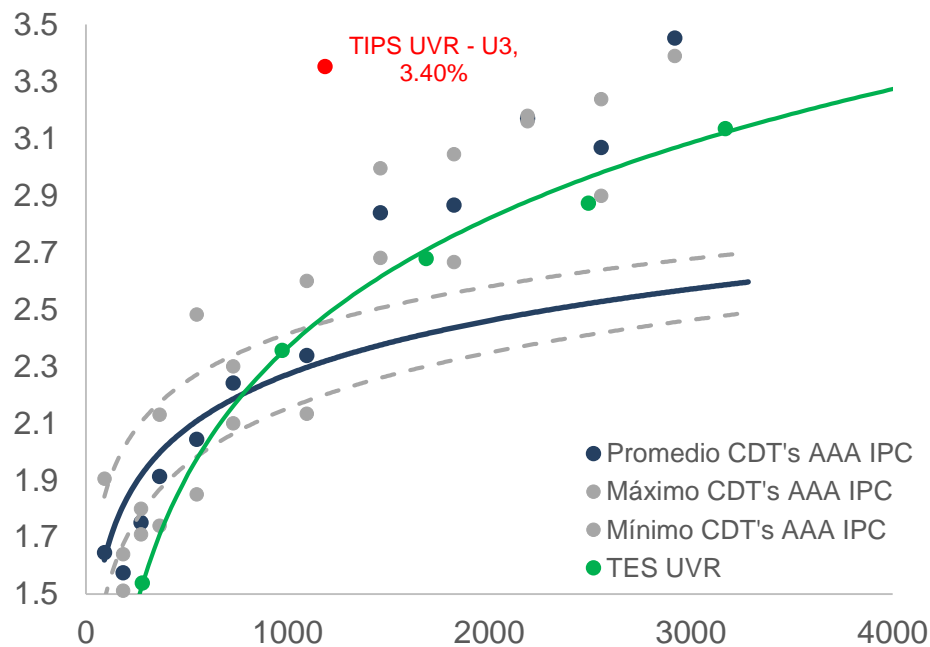
tasa estimada de corte. Entre 90 y 100pbs sobre TES UVR Sintético de la misma duración

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

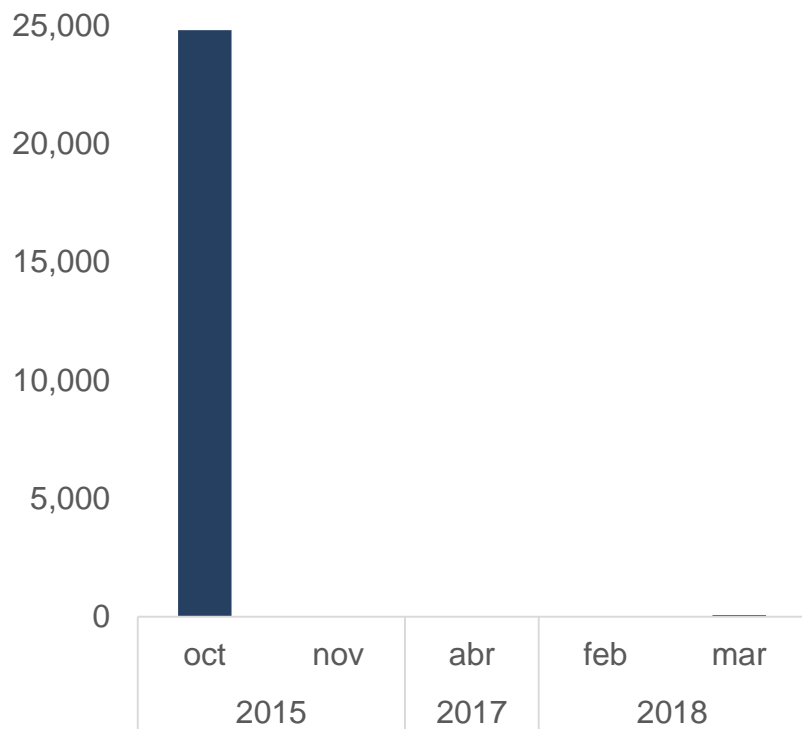
Liquidez de los TIPS U

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.

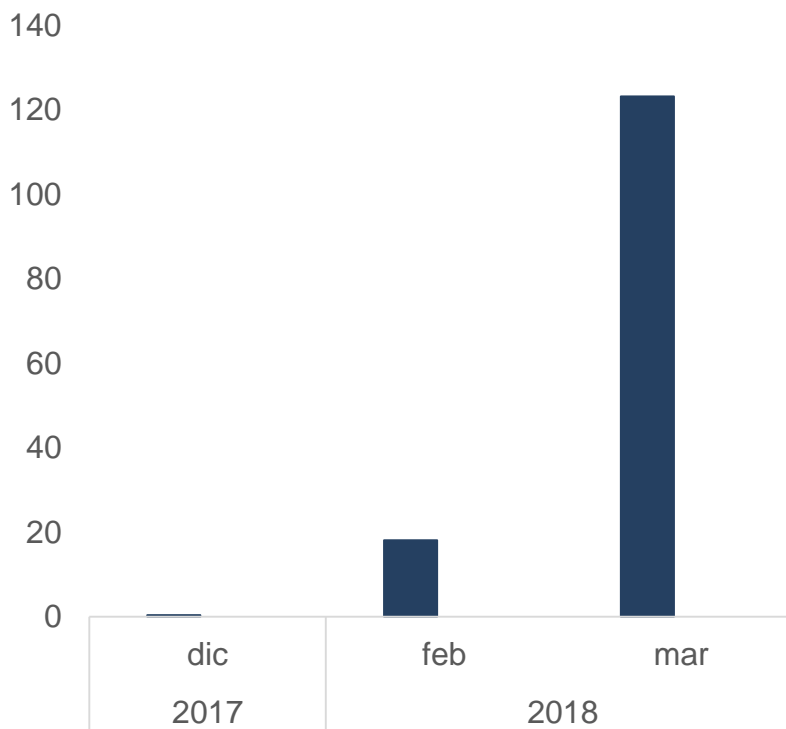
Volumen negociación TIP UVR U-1 (CdB)

Cifras en COP MM



Volumen negociación TIP UVR U-2 (CdB)

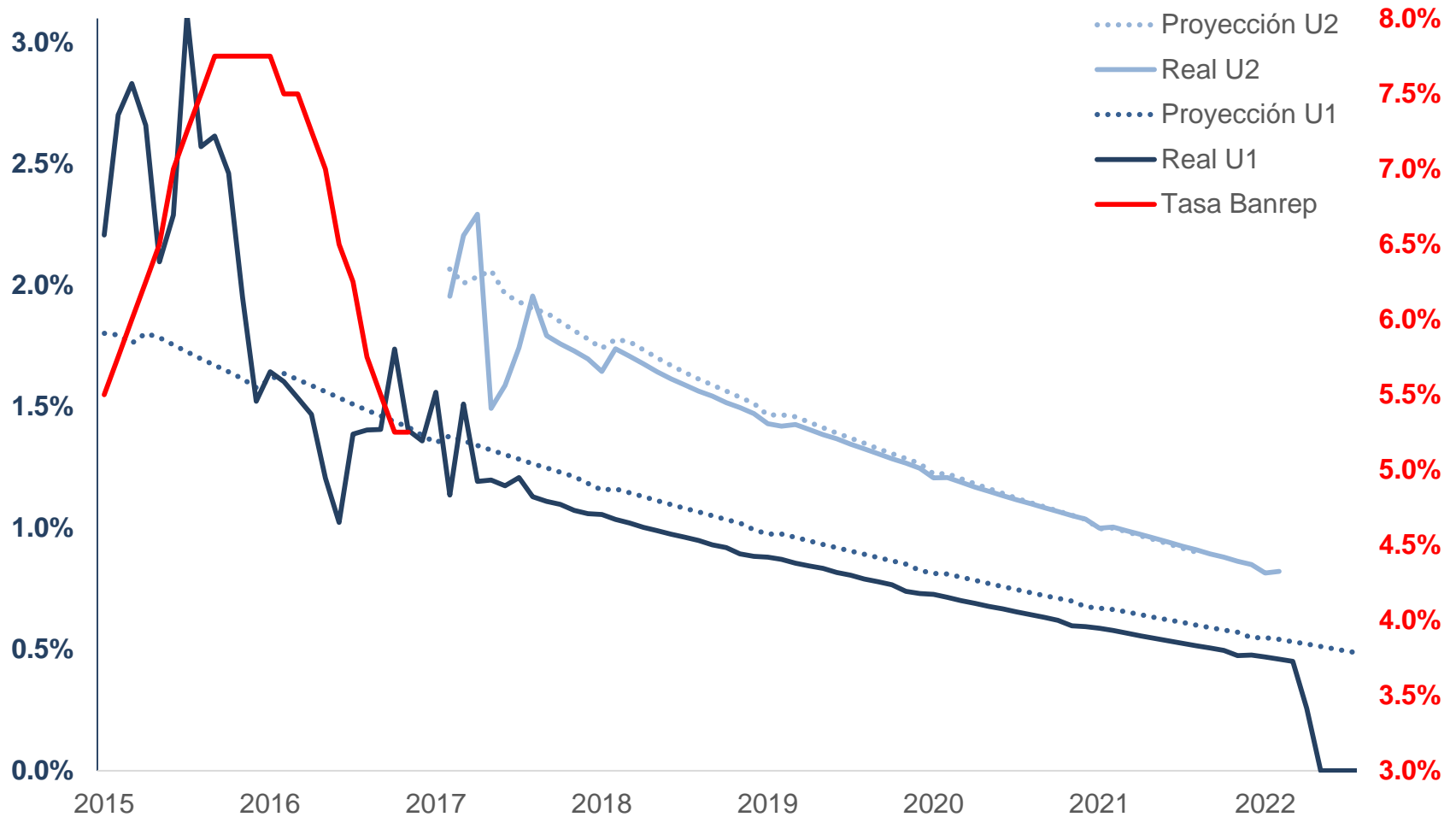
Cifras en COP MM



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)

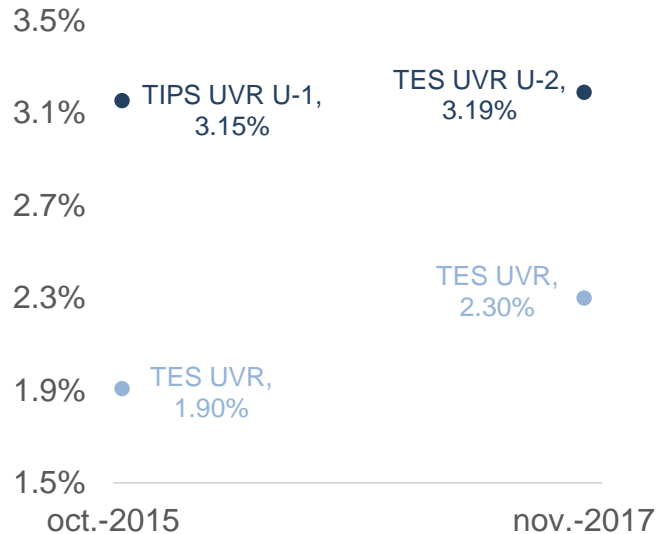


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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

Rentabilidad acumulada hasta la fecha

TIPS UVR U-1 y TIPS UVR U-2

Referencia: TIPS UVR U-1
 Fecha Compra: 15 de octubre de 2015
 Fecha Venta: 27 de junio de 2018
 Tasa de Compra: 3.20%EA
 Tasa de venta: 2.82%EA

TIR: 9.60% EA

Referencia: TIPS UVR U-2
 Fecha Compra: 09 de noviembre de 2017
 Fecha Venta: 27 de junio de 2018
 Tasa de Compra: 3.19%EA
 Tasa de venta: 2.86%EA

TIR: 12.25% EA

Escenarios de Rentabilidades TIPS U-1 (CdB)

Margen		Escenarios de Rentabilidad EA a plazos							Vencimiento
Compra	Venta	90	120	182	270	365	540	720	1721
	4.20%	2.07%	4.38%	9.50%	10.49%	9.80%	9.53%	9.18%	
	3.95%	4.38%	6.11%	10.65%	11.23%	10.30%	9.83%	9.37%	
	3.70%	6.76%	7.88%	11.81%	11.97%	10.82%	10.13%	9.57%	
	3.45%	9.21%	9.69%	13.00%	12.73%	11.34%	10.44%	9.77%	
3.20%	3.20%	11.73%	11.55%	14.21%	13.49%	11.86%	10.75%	9.96%	8.67%
	3.00%	13.80%	13.06%	15.19%	14.11%	12.28%	11.00%	10.12%	
	2.75%	16.46%	15.00%	16.43%	14.89%	12.82%	11.32%	10.33%	
	2.50%	19.20%	16.98%	17.70%	15.68%	13.36%	11.64%	10.53%	
	2.25%	22.02%	19.00%	18.99%	16.49%	13.91%	11.96%	10.73%	

Escenarios de Rentabilidades TIPS U-2 (CdB)

Margen		Escenarios de Rentabilidad EA a plazos							Vencimiento
Compra	Venta	62	90	180	270	360	540	720	2507
	4.19%	-0.08%	2.44%	6.61%	7.13%	6.77%	7.11%	7.01%	
	3.94%	3.63%	5.01%	7.86%	7.91%	7.31%	7.43%	7.21%	
	3.69%	7.50%	7.65%	9.13%	8.71%	7.86%	7.74%	7.42%	
	3.44%	11.55%	10.37%	10.42%	9.51%	8.42%	8.07%	7.62%	
3.19%	3.19%	15.77%	13.18%	11.73%	10.32%	8.99%	8.39%	7.83%	7.26%
	2.94%	20.18%	16.08%	13.07%	11.15%	9.56%	8.72%	8.04%	
	2.69%	24.78%	19.07%	14.44%	11.98%	10.13%	9.05%	8.25%	
	2.44%	29.59%	22.16%	15.82%	12.83%	10.72%	9.38%	8.46%	
	2.19%	34.62%	25.34%	17.24%	13.69%	11.31%	9.72%	8.68%	

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)

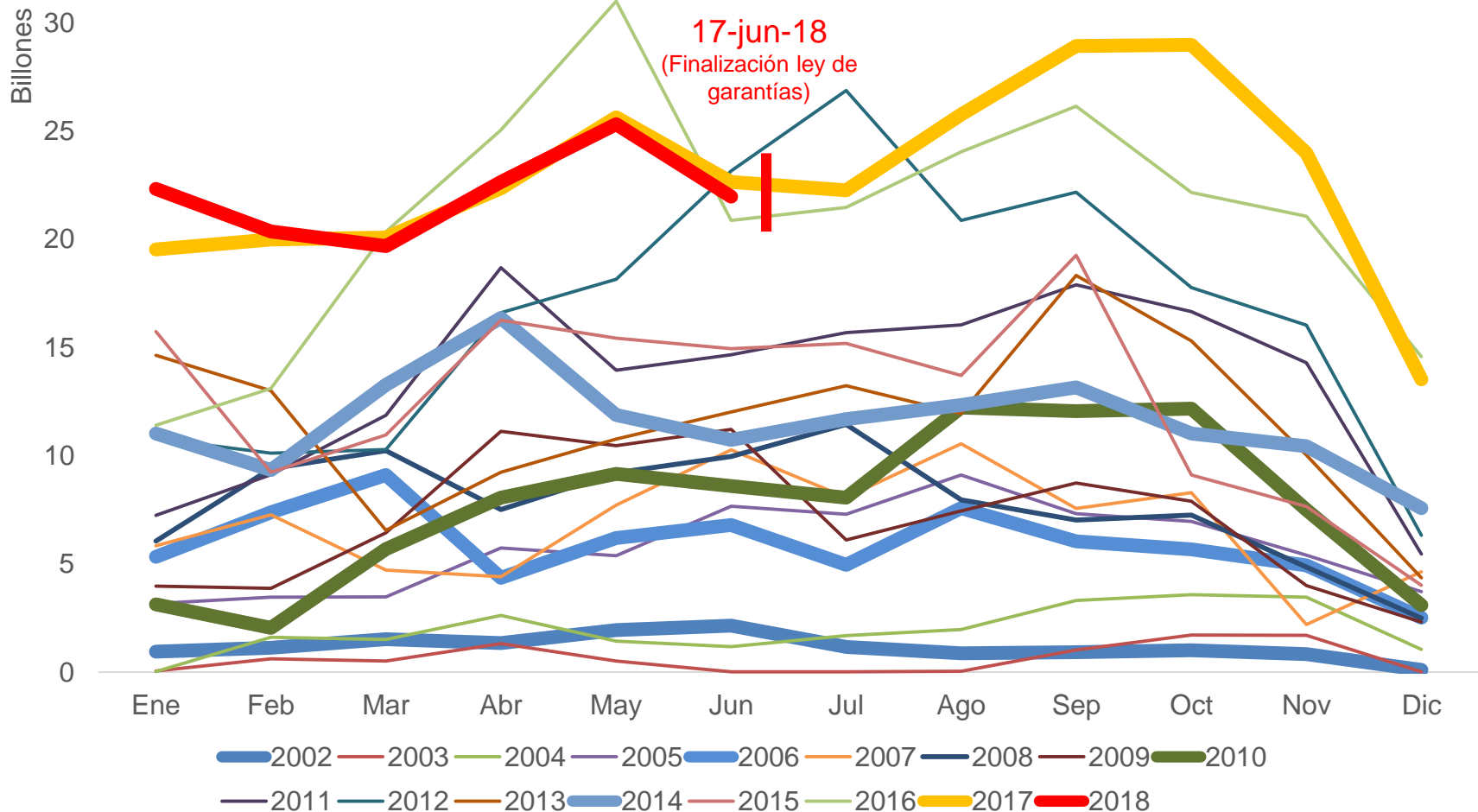
Fecha emisión	Emisor	Título	Monto COP	Referencias	Calificación	
1ra semana Jul	Bancolombia	Bonos verdes	200.000 MM	2 - 3Y IBR o TF, 3-5Y IPC	AAA	
10 jul	GM Finacial	Bonos garantizados	300.000 MM	3 a 5 Y	AAA	
* CdB	11 Jul	Titularizadora Colombiana	TIPS U-3	351.000 - 454.000 MM	UVR a 10Y (duración 3Y)	AAA
* CdB	Jun/Jul	Titularizadora Colombiana	Título de Participación	140.000 - 200.000 MM	Perpetuo	AAA
* CdB	Jun/Jul	Grupo Energía de Bogotá	Acciones ordinarias	3.6 bill	NA	NA
* CdB	Jul/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
	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 15 de junio el saldo de la DTN en Banrep se ubica en COP 21.9 bill

Registrando una disminución de COP 1.6 bill respecto a la semana anterior

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



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

En julio los TES COP 2020 y 2024 pagarán cupón

Por un total de COP 4.7 billones

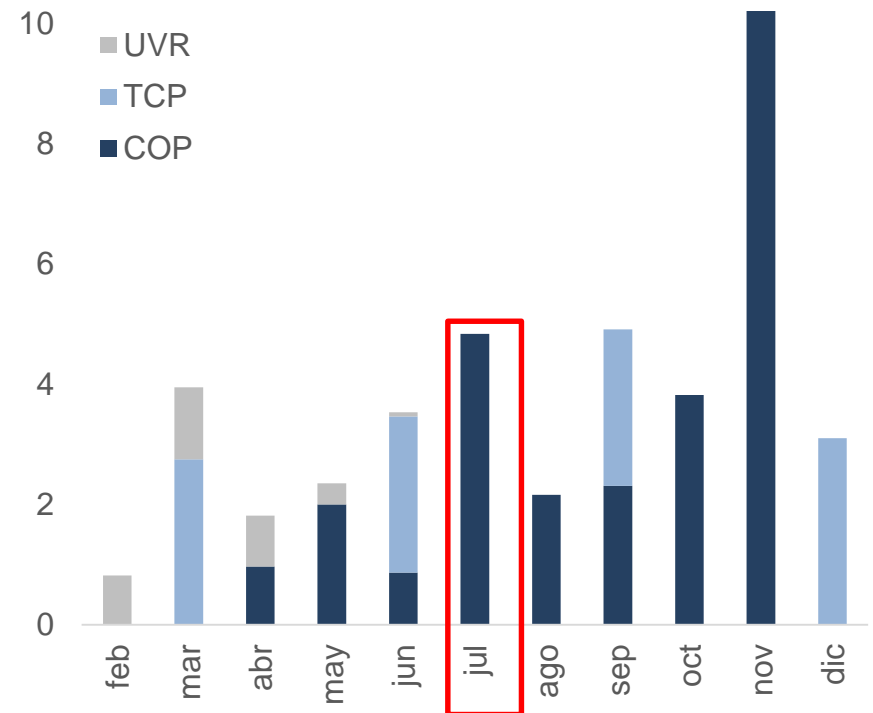
TES vigentes (CdB)

Cifras en MM

TES	Vencimiento	Cotización Obligatoria	Tasa Cupón	Valor Nominal	Pago cupón 2018	Flujo total 2018
Corto plazo	12-jun-18		0.00%	2,600,000		2,600,000
	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%	2,750,000		2,750,000
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%	5,298,103	331,131	331,131
	26-ago-26	X	7.50%	28,778,994	2,158,425	2,158,425
	28-abr-28	X	6.00%	16,161,867	969,712	969,712
	18-sep-30	X	7.75%	17,294,552	1,340,328	1,340,328
30-jun-32	X	7.00%	12,374,212	866,195	866,195	
UVR	17-abr-19	X	3.50%	10,492,910	367,252	367,252
	10-mar-21	X	3.50%	19,795,218	692,833	692,833
	23-feb-23		4.75%	17,287,305	821,147	821,147
	07-may-25	X	3.50%	10,021,266	350,744	350,744
	17-mar-27		3.30%	6,728,799	222,050	222,050
	25-mar-33	X	3.00%	9,401,665	282,050	282,050
	04-abr-35	X	4.75%	10,026,053	476,238	476,238
16-jun-49		3.75%	1,759,476	65,980	65,980	

Perfil de vencimiento y pago cupón TES 2018 (CdB)

Cifras en billones

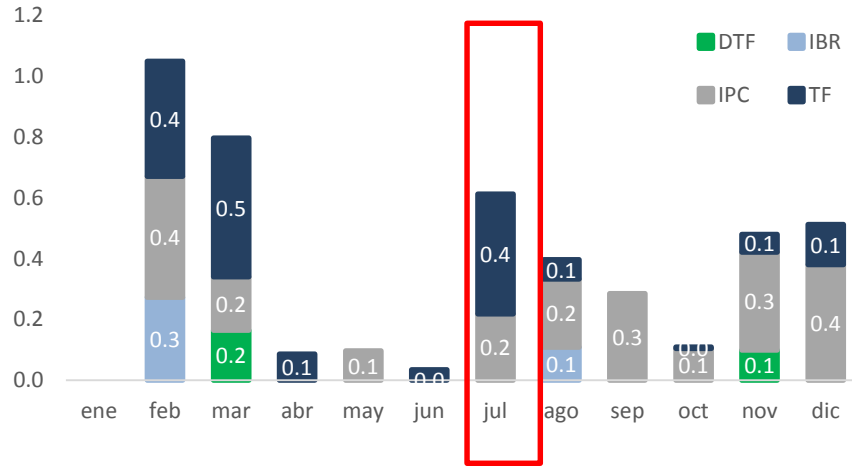


En julio habrá vencimientos de bonos por \$600 mil millones

En Tasa Fija e indexados al IPC

Vencimientos 2018 por indicador (CdB)

Bill COP



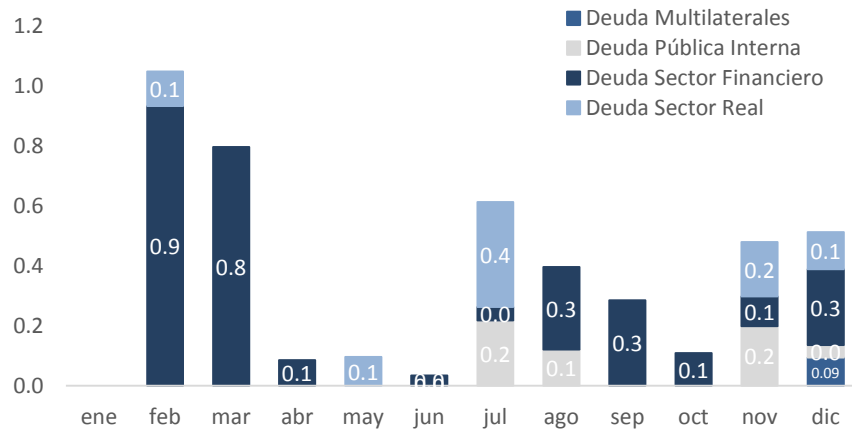
Vencimientos 1er semestre de 2018 por emisor (CdB)

MM COP

Emisor	Valor
Enero	-
Febrero	1,094,405
Bco Davivienda	378,756
Bco Popular	133,280
Findeter	422,264
Terpel	115,105
Marzo	797,076
Itaú	307,943
Bco Davivienda	76,055
Bco Finandina	76,938
Bancolombia	329,624
Serfinanza	6,516
Abril	85,643
Bancolombia	85,643
Mayo	97,022
Cemargos	97,022
Junio	34,376
Bco Finandina	34,376
Total General	2,063,522

Vencimientos 2018 por sector (CdB)

Bill COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

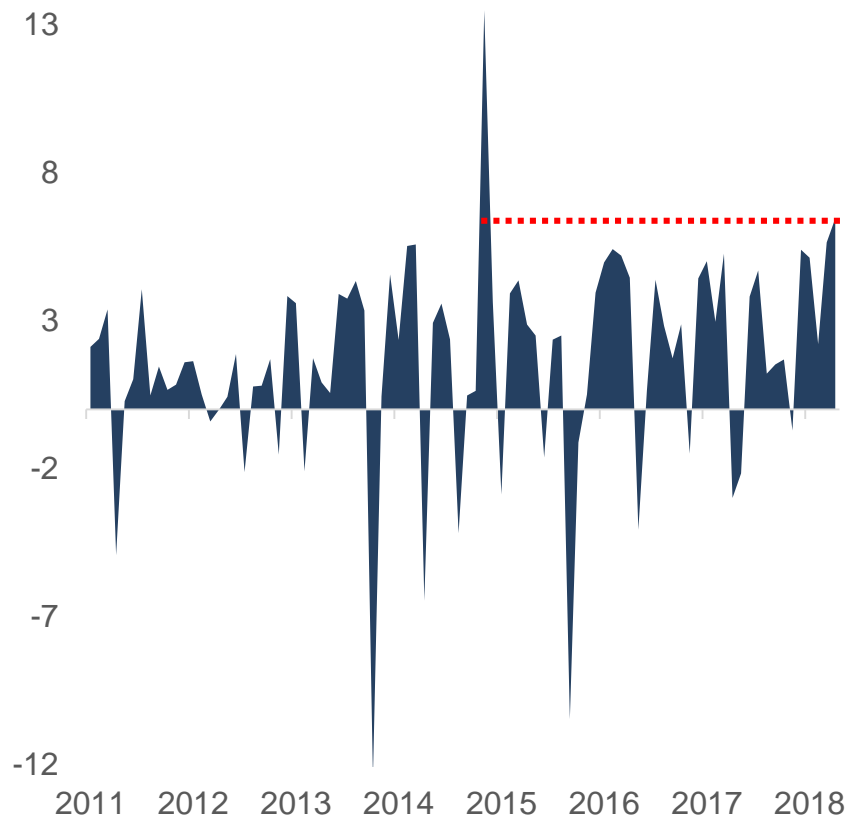
Tenedores de TES

Creciendo como arroz

- En mayo, por segundo mes consecutivo el Ministerio de Hacienda fue el principal comprador neto de TES con \$2.7 billones. En línea con lo que preveíamos el mes anterior, consideramos que sus compras estarían concentradas en los TES que vencen en 2018 con el fin de minimizar el impacto en la liquidez del mercado. Según nuestros cálculos, ya poseerían el 65% (\$8.4 billones) de los \$13 billones que vencen, y podrían moderar sus compras en los meses venideros teniendo en cuenta que el saldo de la DTN en el Banco de la República es elevado (\$24 billones) y el próximo Gobierno podría anunciar un canje de deuda si lo considera apropiado (el Gobierno actual ya indicó que no lo realizaría).
- Las AFP's fueron los segundos mayores compradores de TES con \$1.5 billones, donde vale la pena destacar que el 63% (\$977.975 MM) fueron TES UVR. Le siguió de cerca la Fiducia Pública con compras de \$1.4 billones, en su mayoría concentradas en TES UVR (\$862.359 millones).
- Cabe resaltar que los Inversionistas Extranjeros realizaron compras netas de TES por \$771 mil millones en medio de un difícil panorama en el mercado de deuda emergente. Aunque se han mantenido estables entre los mayores tenedores de TES con 26% del total junto con las AFPs, en relación a nuestras reservas internacionales vienen aumentando cada vez más (ver [El Oráculo del Dólar | Extranjeros poseen TES equivalentes al 54% de reservas internacionales](#)).
- Entretanto, los Bancos Comerciales lideraron las ventas netas de TES con \$1.4 billones distribuidos proporcionalmente entre TES COP y UVR, y acumulan tres meses consecutivos de ventas por \$1.6 billones.
- Por último destacamos que el mercado de TES aumentó en \$6.4 billones hasta \$279 billones en mayo, el segundo mayor crecimiento neto en la historia reciente después de diciembre de 2014. Entre los motivos se encuentra la tercera colocación de los TES UVR 2049 por \$750 mil millones.

Crecimiento mensual en COP mercado TES (CdB)

Cifras en 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 riesgos 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

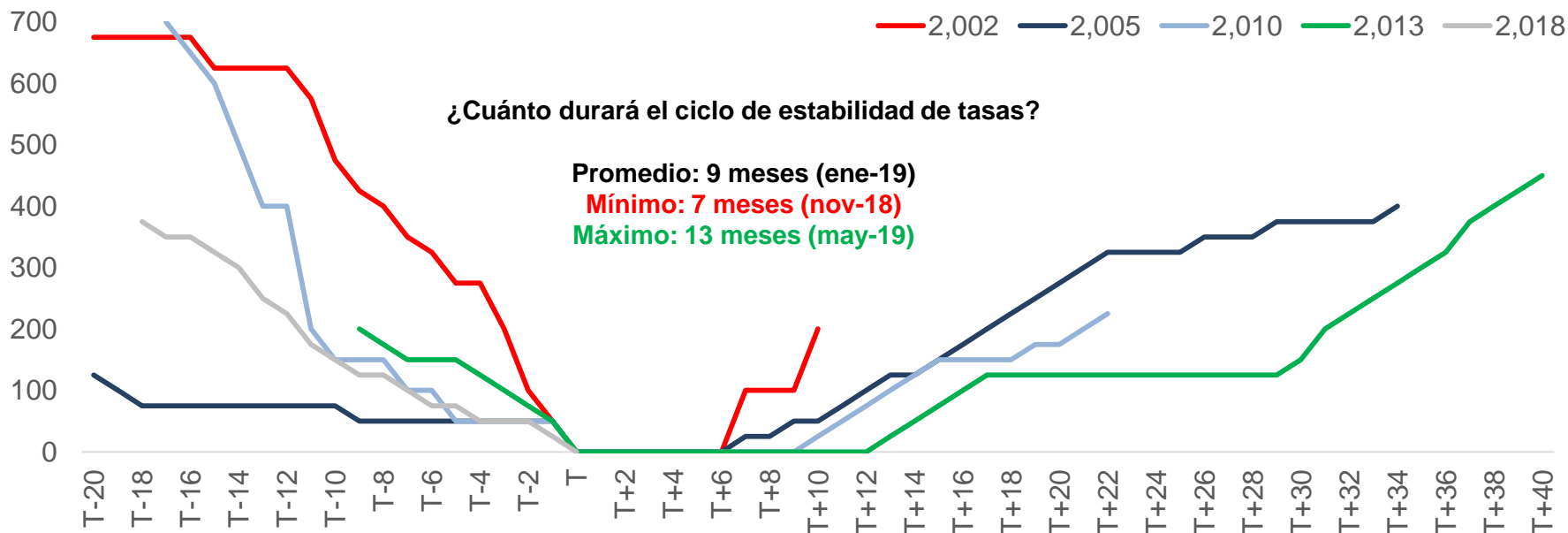
El Oráculo del Banrep

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

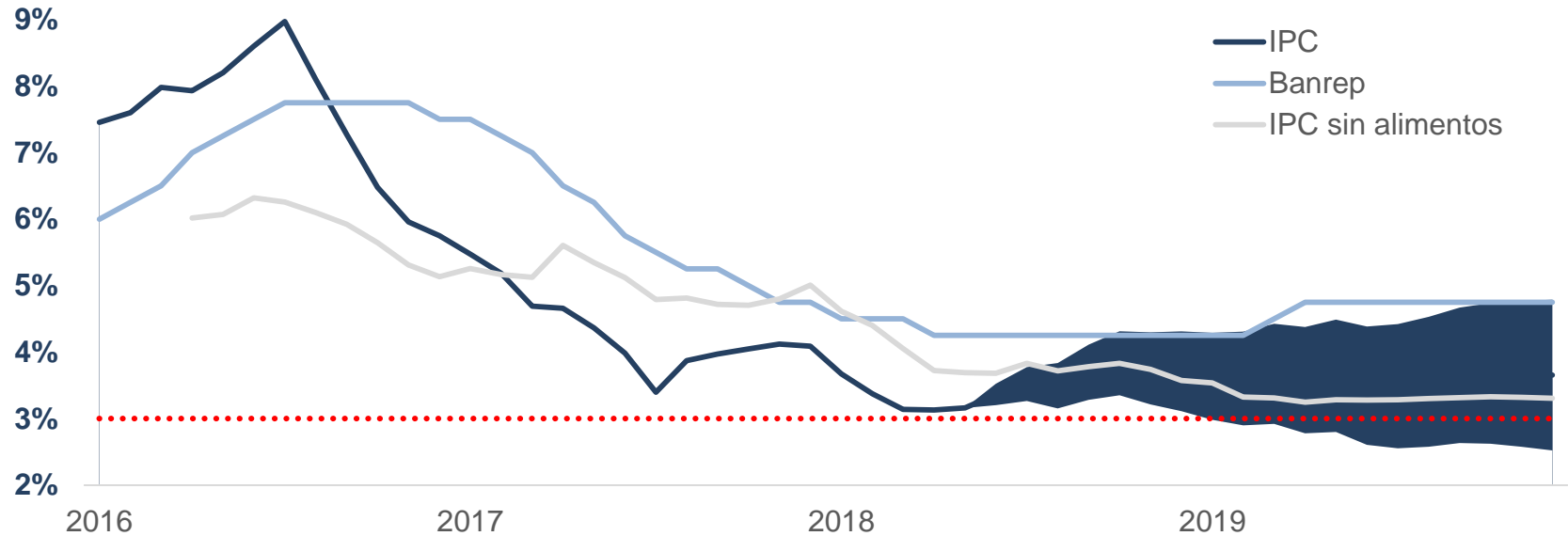


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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 1 año

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
15-jun-17	6.25%	5.88%	5.21%	5.02%	5.05%	4.55%	4.47%
1-ene-18	4.69%	4.48%	4.74%	4.02%	4.10%	4.08%	4.68%
18-may-18	4.22%	4.06%	4.24%	4.12%	4.18%	4.64%	5.24%
8-jun-18	4.26%	4.11%	4.21%	4.19%	4.20%	4.89%	5.27%
15-jun-18	4.26%	4.11%	4.26%	4.24%	4.36%	5.01%	5.40%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

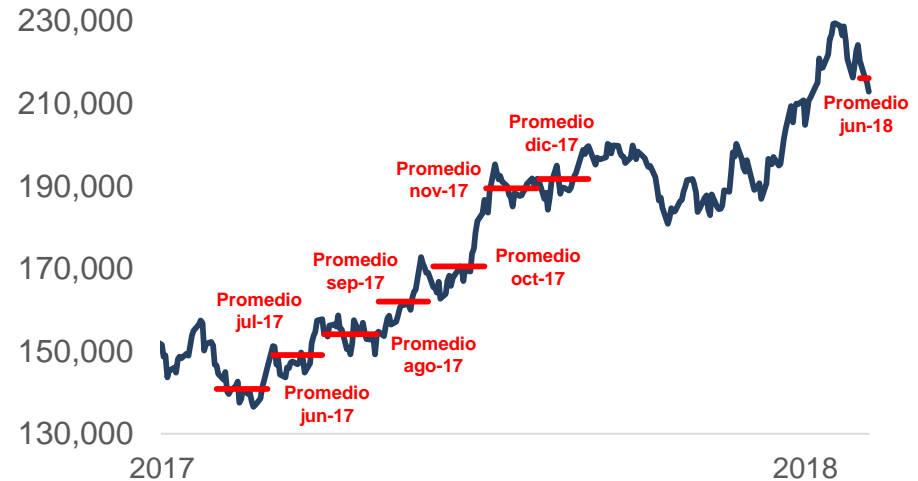
Desde mayo la base estadística de alimentos jugará en contra

La gasolina continuará pasando factura

- Consideramos que los Alimentos son el componente de la inflación que más presiones alcistas presentaran durante los próximos meses debido a que hasta octubre la base estadística del año pasado estará en contra. Según nuestros cálculos, la inflación anual de los Alimentos podría llegar a aumentar 220 pbs, si tenemos en cuenta la variación mensual promedio de los últimos 5 años.
- Tal y como lo habíamos previsto, el sesgo al alza en el componente de transporte fue una realidad en el mes de mayo. Para junio continuaría al alza teniendo en cuenta el incremento por 1.50% que presentó el precio de la gasolina. Para los próximos meses el sesgo continuaría siendo al alza teniendo en cuenta los elevados niveles en que se mantiene el precio del petróleo y el fortalecimiento del dólar. Según nuestros cálculos, si durante los próximos 7 meses la gasolina (cuyo peso sobre el IPC total es de 2.9%) aumenta lo máximo mensualmente permitido (1.50%), el combustible aportaría 30 pbs a la inflación total.
- Por otro lado, importante monitorear el efecto inflacionario sobre el componente de comunicaciones que podría generar la implementación del gravamen del IVA a las plataformas digitales provenientes del extranjero proyecto que ha tomado importancia tras las declaraciones del Ministro de Hacienda y que actualmente se encuentra sujeto a comentarios.
- Adicionalmente, en junio no habrían presiones inflacionarias por el lado de Diversión al no clasificar a las finales ningún equipo de fútbol de la capital (ciudad con mayor ponderación sobre el IPC) y al no llevarse a cabo ningún compromiso internacional por parte de los equipos capitalinos.
- Por último, resaltamos que la probabilidad que se presente un fenómeno de El Niño entre finales de 2018 y principios de 2019 aumento de 50%-60% a 58% a 67%; no obstante más de la mitad de los modelos dinámicos y estadísticos pronostican una tendencia al calentamiento hacia los niveles de El Niño hacia el final del año, pero esta perspectiva debe moderarse debido a la baja confianza pronosticada en esta época del año. Sin embargo, continuaremos haciéndole seguimiento toda vez que dependiendo de su intensidad podría generar presiones inflacionarias durante esos periodos.

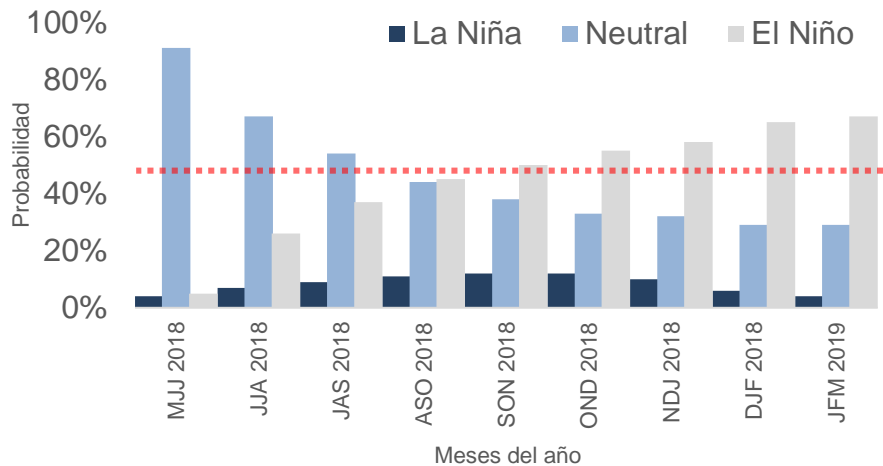
Precio petróleo Brent en pesos colombianos (CdB)

En rojo promedios mensuales de 2017



Proyección Probabilidad Fenómeno Niña y Niño (NOAA)

2018



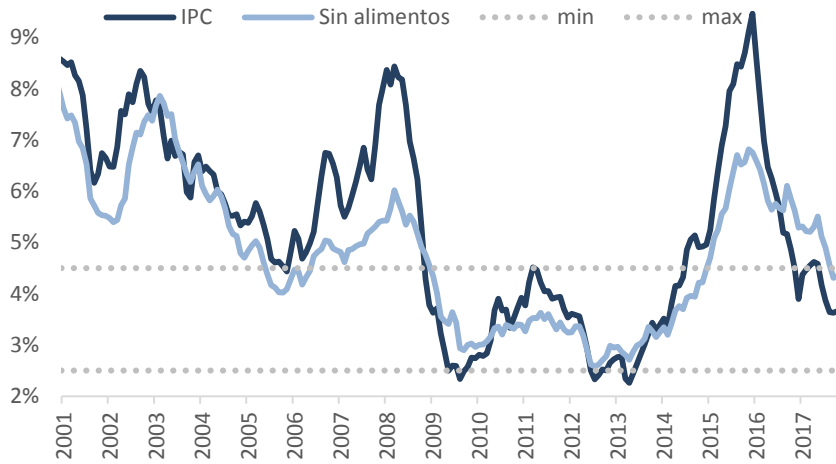
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

IPC total aumentó 3 pb hasta 3.16% (en línea con las expectativas)

La mayoría de clasificaciones repuntaron (excepto el IPC de no transables)

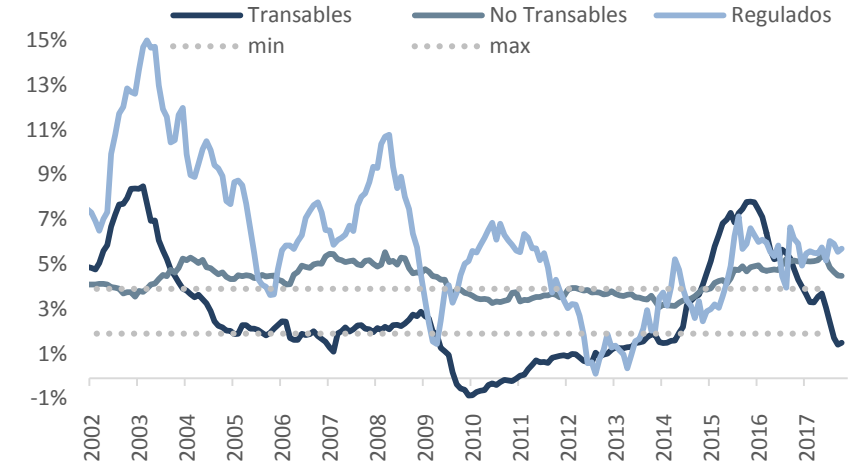
IPC total e IPC sin alimentos (CdB)

Variación anual



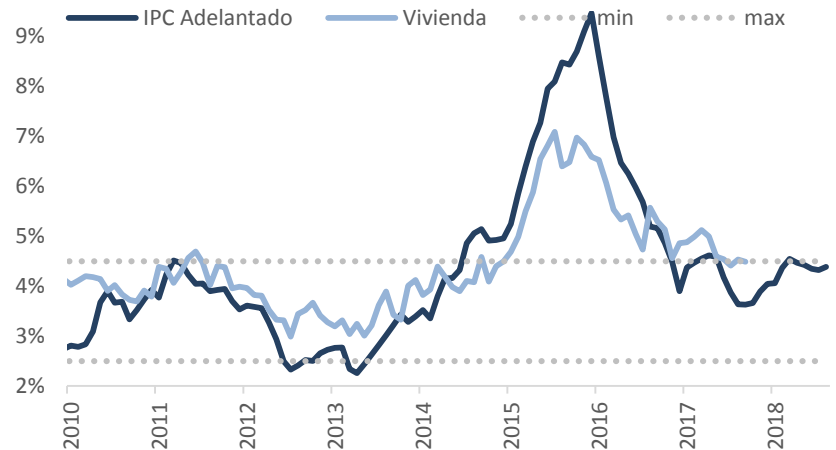
IPC transables, no transables y regulados (CdB)

Variación anual



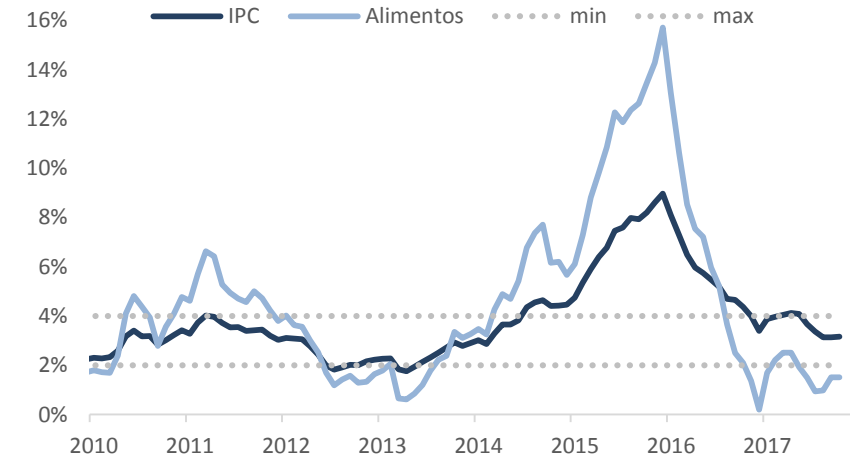
IPC Vivienda vs IPC total adelantado 12 meses (CdB)

Variación anual



IPC Alimentos vs IPC total (CdB)

Variación anual



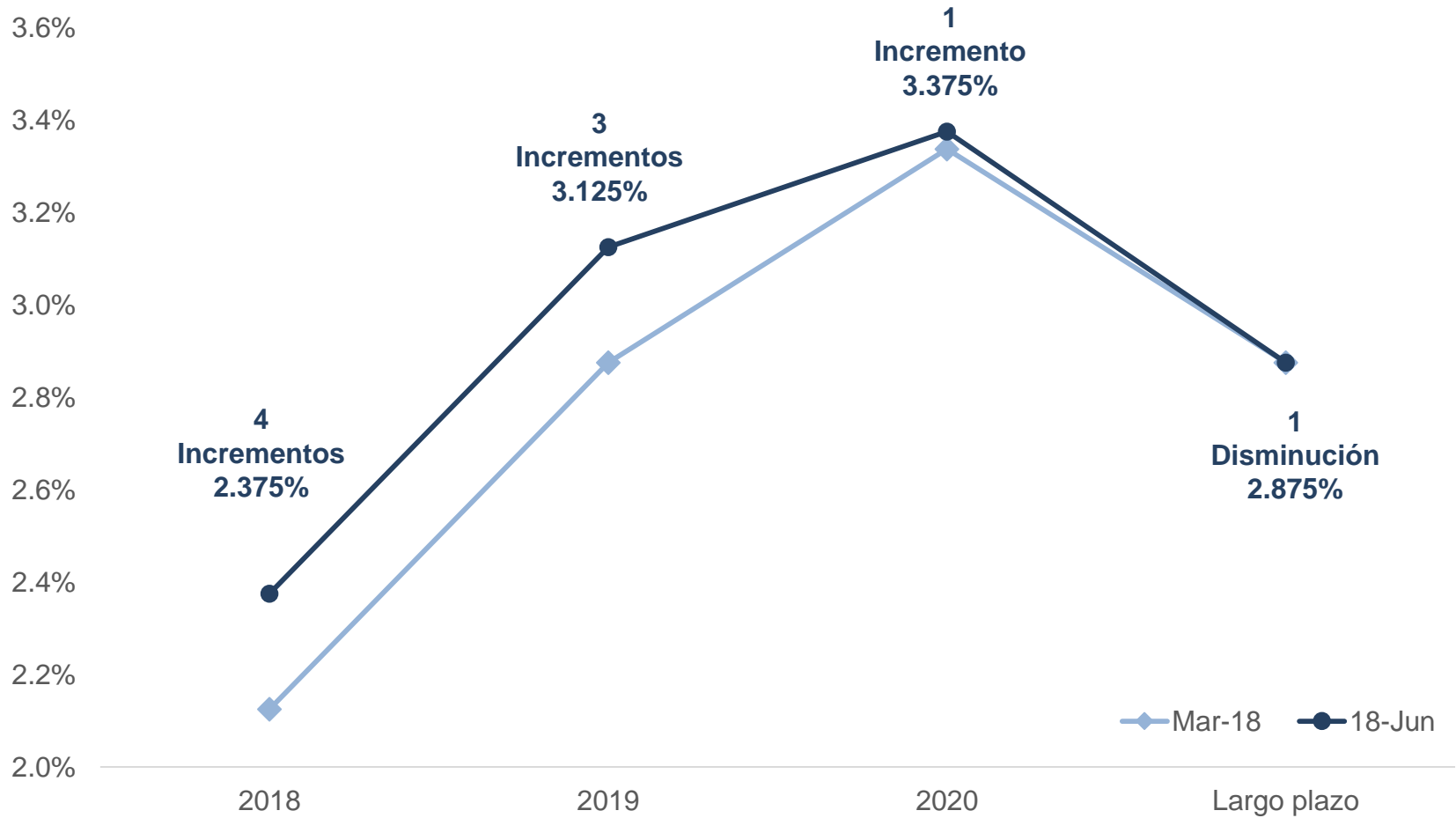
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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



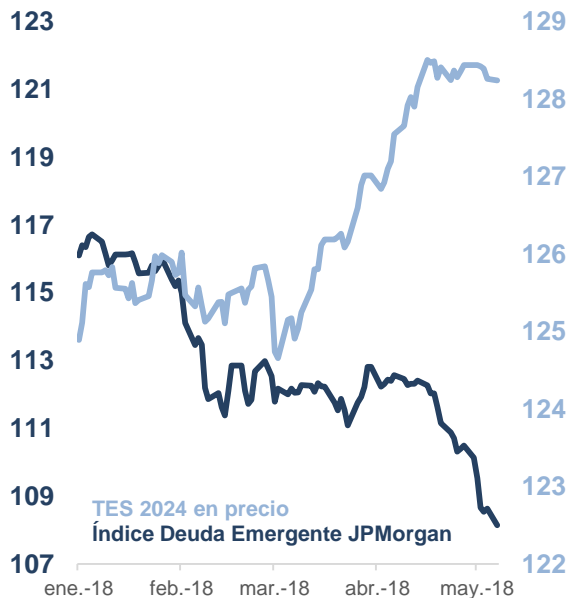
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Oráculo de los TES

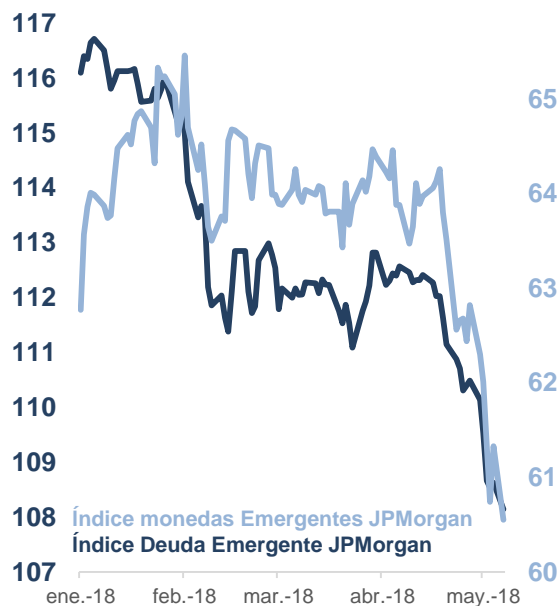
Lo que ocultan el dólar y los TES de largo plazo

- 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](#)).

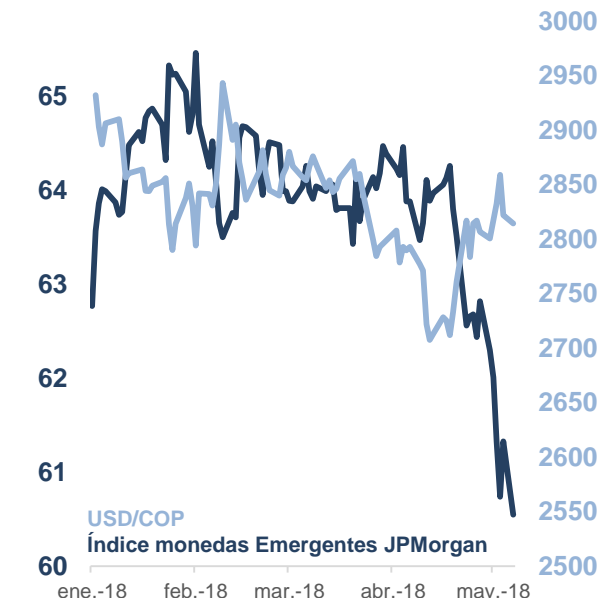
Índice deuda emergente vs
TES largo plazo en precio



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

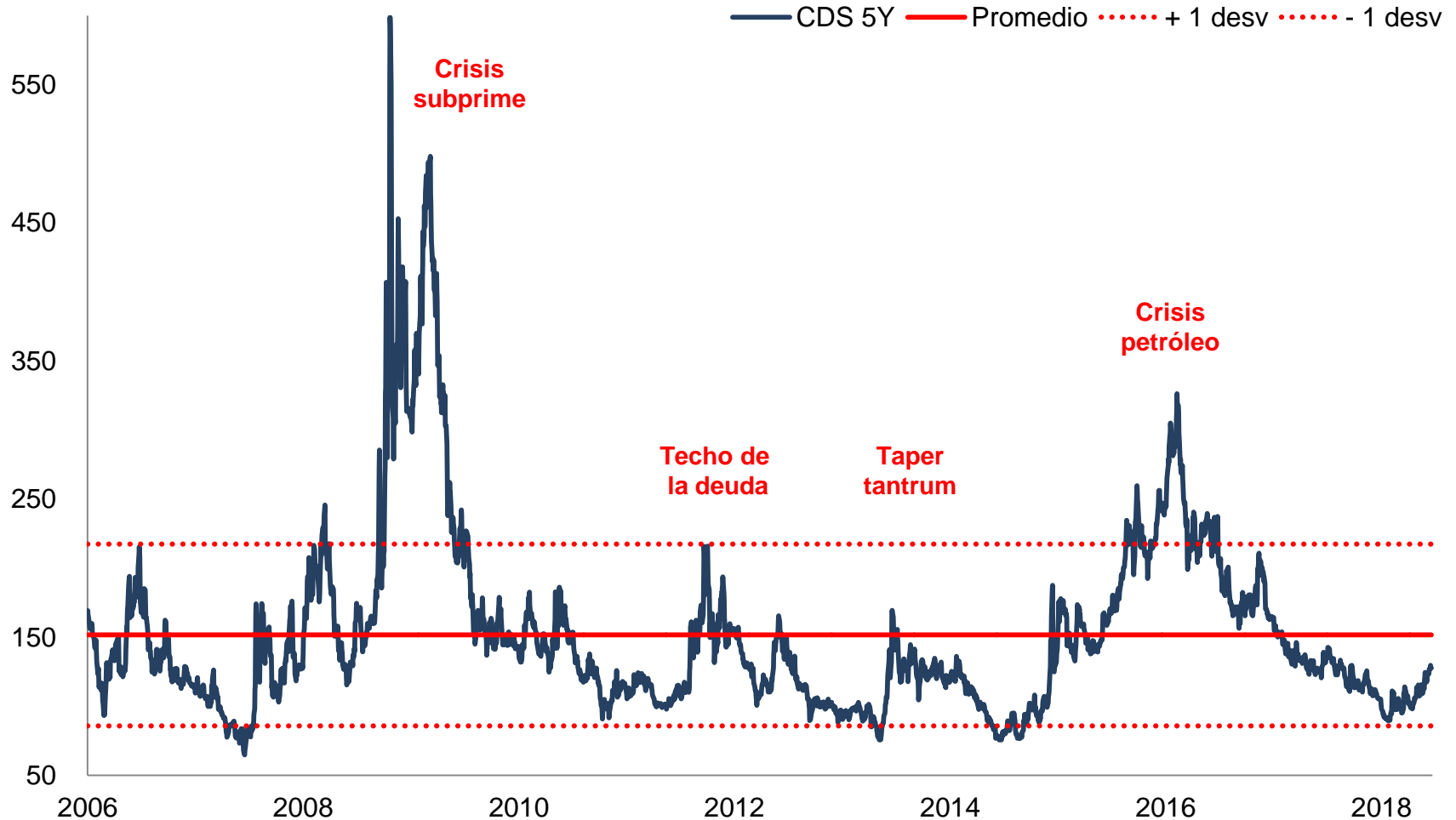


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Riesgo País de Colombia repunta y cambia de tendencia

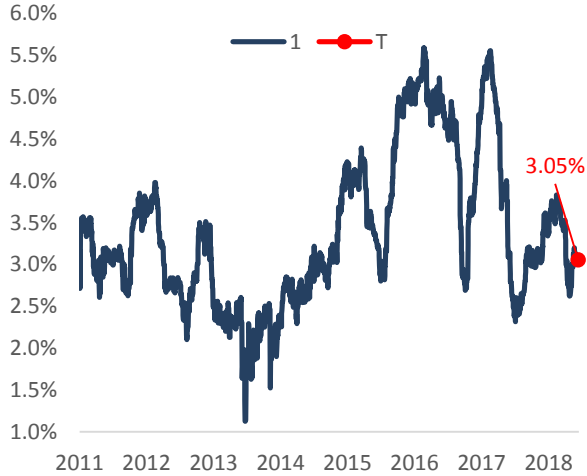
Reflejo de menor aversión al riesgo por contracción de liquidez mundial

Colombia CDS 5Y (CdB)
2006-2018

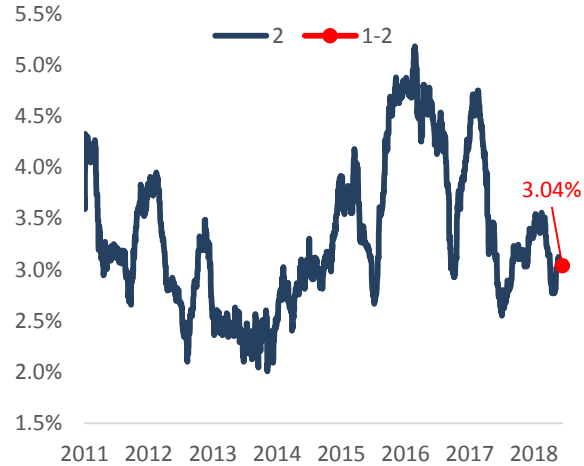


Inflaciones implícitas entre 1 y 4 años están debajo de expectativas Favoreciendo posiciones en TES UVR respecto a TES COP

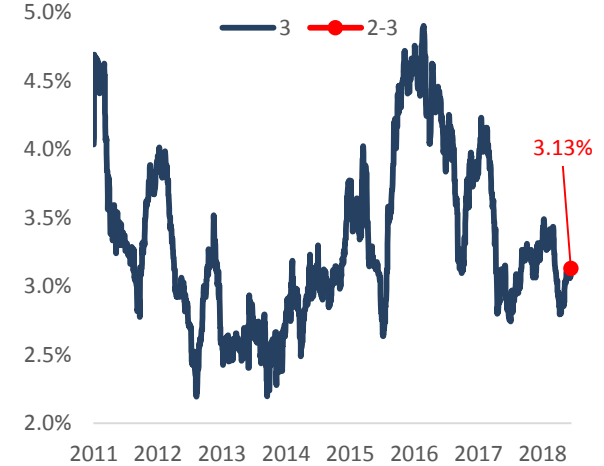
Inflación implícita a 1 año (CdB)



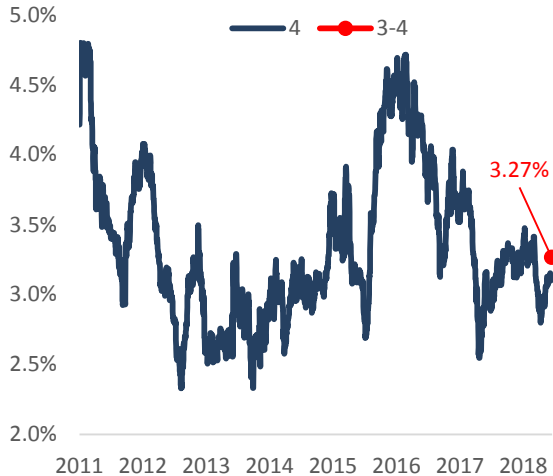
Inflación implícita a 2 años (CdB)



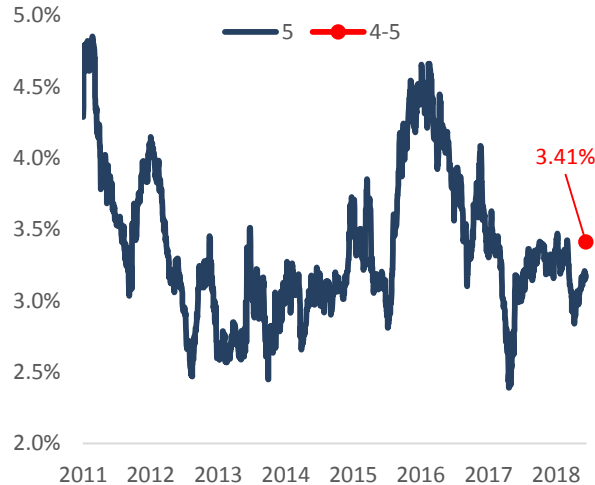
Inflación implícita a 3 años (CdB)



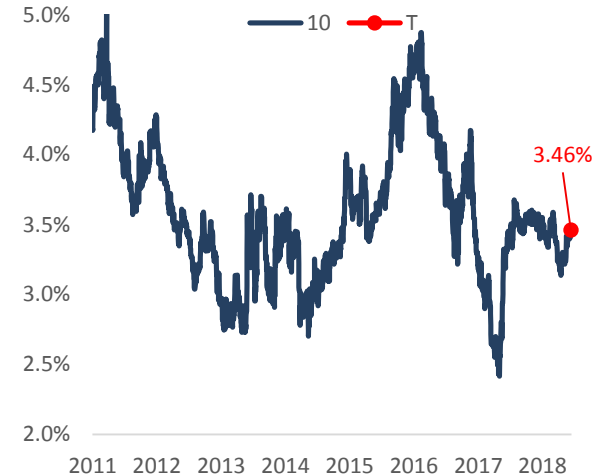
Inflación implícita a 4 años (CdB)



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 se desvalorizan en contraste con los TES UVR

Variación mensual TES COP (CdB)

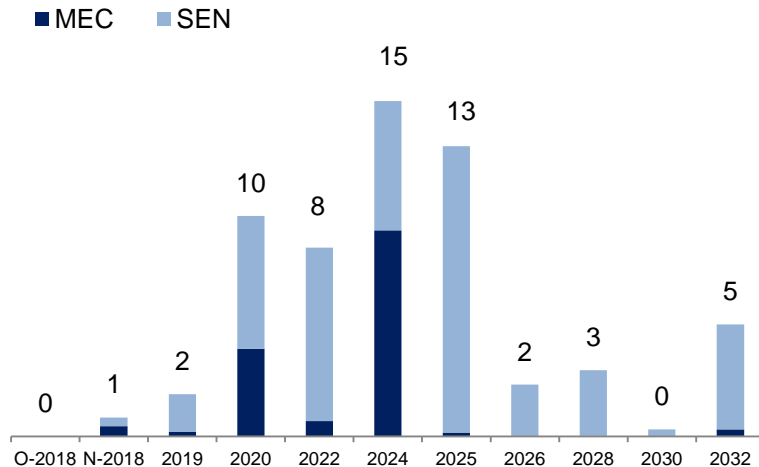
Referencia	Variación mensual TES COP		Δ Pbs
	4/30/2018	5/31/2018	
O 2018	4.02	4.08	6
N 2018	4.17	4.25	8
2019	4.45	4.73	27
2020	4.86	5.11	24
2022	5.42	5.70	28
2024	5.91	6.10	19
2025	6.20	6.43	23
2026	6.23	6.48	25
2028	6.43	6.62	19
2030	6.59	6.81	22
2032	6.82	7.05	23
Promedio			20.4

Variación mensual TES UVR (CdB)

Referencia	Variación mensual TES UVR		Δ Pbs
	4/30/2018	5/31/2018	
UVR 19	1.57	1.38	-20
UVR 21	2.23	2.26	3
UVR 23	2.65	2.56	-10
UVR 25	2.81	2.83	2
UVR 27	3.13	3.19	7
UVR 33	3.71	3.64	-7
UVR 35	3.72	3.64	-8
UVR 49	3.88	3.79	-9
Promedio			-5.3

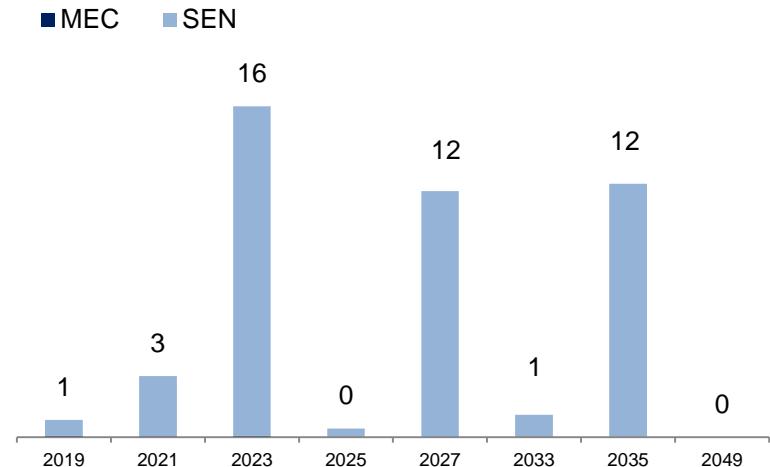
Volúmenes negociación mensual TES COP (CdB)

Cifras en billones COP, *spot



Volúmenes negociación mensual TES UVR (CdB)

Cifras en billones COP, *spot



¿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.