

## 13 de mayo de 2021

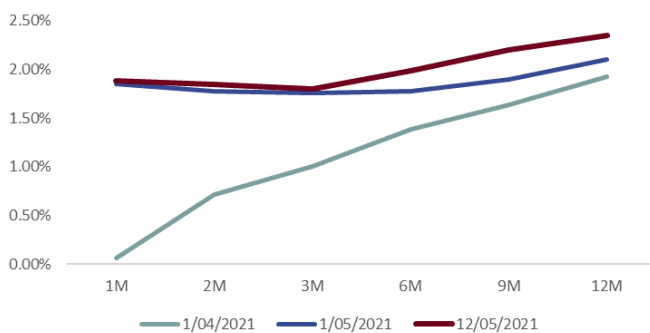
Venimos entrando en lo que consideramos pueden ser catalogado como precampaña presidencial 2022, vemos marchas, bloqueos y mucha división en el entorno político, económico y social, transmitiendo mucha incertidumbre a los participantes locales y offshore, llevando el COP a 3863.90 su nivel más alto en 2021. Adicionalmente vimos el dato de inflación de EE. UU. mucho más alto de lo esperado por los economistas, lo que disparó los tesoros de 10 años a niveles de 1.70%.

En el entorno económico colombiano podríamos ver un PIB golpeado por las manifestaciones y cuarentenas de estos meses y por otro lado una inflación alta por los escasos de productos y la base del año pasado. Lo que debemos preguntar es cuándo se vendría una subida de tasas por parte del Banco de la República o si lo consideraran transitorio, recordemos que el mandato del banco central es mantener la inflación baja; pero la tasa de intervención funciona para disminuir la demanda, entonces, que debe hacer el banco para ayudar la economía?

### Devaluaciones

La curva de devaluaciones se aplanó a finales de abril, haciendo que la sugerencia de compra de devaluaciones en nuestro informe anterior debajo del 0.75% a plazos menores a 2 meses y objetivo de toma de utilidad a niveles de 1.50%-1.75% se dio.

#### Comportamiento devaluaciones



Para este mes esperamos que los movimientos a plazos menores a 2 meses a niveles cercanos a 2% están sobre

extendidos y creemos que podría tener una corrección a niveles de 1.75% nuevamente. Para plazos superiores a 3 meses comienza a aplicar la política monetaria y vemos descontadas subidas a partir de los 3 meses. Para plazos largos se ha visto comprador el mercado en lo que podríamos tener un nuevo empujamiento en la curva. Para plazos mayores a 6 meses recomendamos estar comprados en devaluaciones.

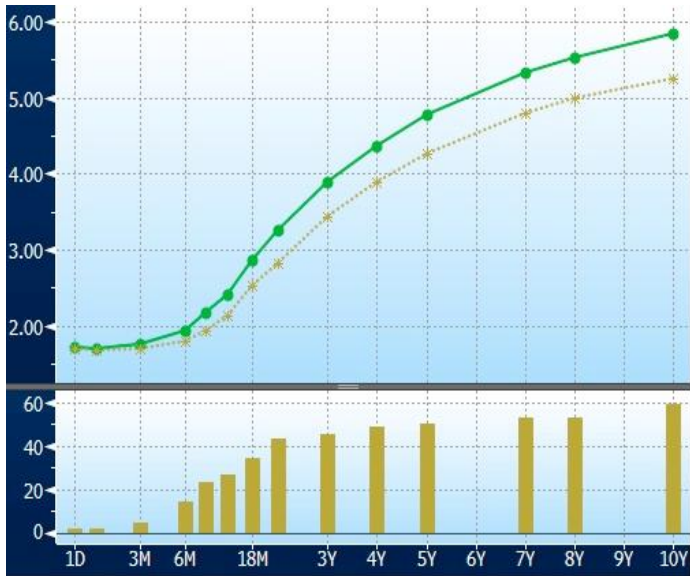
### Swaps IBR-TF

Durante el último mes el mercado IBR ha experimentado una fuerte volatilidad, especialmente en los nodos de la parte media, que ha llevado por ejemplo al swap de 2y a operar dentro de un rango amplio de 60 puntos básicos (2.80%-3.40%) en el cual los agentes del mercado hacen sus proyecciones sobre el número de incrementos de tasa que se darán dentro del proceso de normalización de la política monetaria. Factores internos como las sorpresas al alza vistas en los datos de inflación de abril y mayo, la caída de la reforma tributaria con sus efectos sobre el tipo de cambio y la importante venta de TES, se suman a factores externos como la presión al alza en las tasas de negociación de la renta fija internacional, llevan al Banco de la República a entrar en un pulso para ver hasta cuando pueden soportar a la economía colombiana manteniendo el estímulo en tasas.

Varios miembros de la junta del emisor han hecho comentarios ante los medios en los que expresan su comodidad con los niveles actuales de inflación y pronostican que cerraremos el 2021 dentro del rango meta, incluso sorprendieron al mercado con votación dividida en la votación de la última junta en la que uno de sus miembros voto a favor de un recorte adicional de 25 puntos básicos. Nosotros creemos que veríamos hasta el primer trimestre de 2022, los cuales se daría a un ritmo acelerado de manera similar a lo que estamos viendo ocurre actualmente en Brasil, que viene normalizando tasas a un ritmo de 75 puntos básicos por reunión.

Debemos destacar el cambio en el comportamiento de los nodos más cortos de la curva; desde hace más de un año veníamos con una curva plana en los nodos con duración menor a 1 año, periodo de estabilidad esperado por el mercado en ese entonces. Ahora, vemos como estos nodos cortos han comenzado a desprenderse al alza de la zona del 1.75% efectiva anual, empezando así a visualizar la fecha en que se dará el fin del periodo de estabilidad en tasas.

Curvas IBR hoy y t-1 mes



Como se puede apreciar en la gráfica, al corte de este informe el mercado estima el fin del periodo de estabilidad en tasas en el nodo de 6 meses, lo que nos indica que se estiman incrementos de tasas para el último trimestre de 2021. Adicionalmente podemos inducir debido al fuerte empinamiento que presenta la curva, que el mercado pronostica que se vendrían una serie de incrementos sucesivos los cuales iniciarían en el primer trimestre de 2022 con tasa objetivo para dentro de un año del 3.75%.

Con estas tasas de negociación el efecto carry de las posiciones en IBR se ha intensificado, ya que quienes entren posiciones largas deberán esperar no solo que el BanRep incremente sus tasas, sino que también lo haga rápidamente, ya que cada día que pasa, dos factores van en su contra; el primero la caída en la duración del swap, lo que es de especial interés en una curva tan empinada como la que vemos en IBR en la actualidad. El segundo es el efecto de causación de la parte histórica del swap, la cual actualmente está cerca de la zona del 1.70%, esto lo podemos ver mejor con un ejemplo sencillo: Una posición larga en Swap IBR 12m con entrada en la zona del 2.50% al cabo de un mes y si no hay cambios en las tasas, causara 30 días al 1.70% generando un diferencial de 80 puntos básicos que deberán recuperarse durante los 11 meses de vida que le quedaran al swap, lo que es equivalente a decir que solo subidas mas agresivas de tasa a las inicialmente pronosticadas serán requeridas para poder mantener la posición a mercado. Este es un efecto que se ve más acentuado para posiciones

tomadas sobre swaps IBR de corta duración (menor a 2 años). Hoy tenemos los siguientes niveles de mercado:

**IBR**

**(3M-1.75% 6M-2.00% 1Y-2.50% 18M-2.96% 2Y-3.35%)**

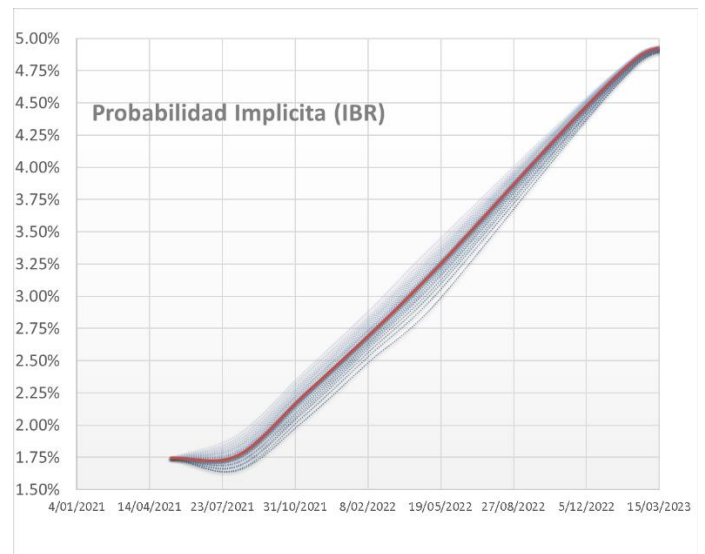
Seguimos consideramos interesante las operaciones de aplanamiento de curva, en las cuales igualando el DV01, compramos el nodo corto como medida de protección ante una subida inesperada de los tipos y vendemos el nodo largo para generar carry según lo que acabamos de explicar. Recomendamos vender el 9m/18m y el 1y/2y, en 75bps y 90bps respectivamente con niveles objetivo 50bps para los dos spreads, niveles que esperamos alcanzar ya sea por subida de tasas o por la vía de carry.

Respecto a los pronostico de tipo de interés, los operadores esperan subidas en los tipos antes de finalizar el año, con alguna probabilidad (menor al 50%) implícita de ver una subida antes de 3 meses. Luego los precios incorporan una senda de subidas que llevarían la tasa al 3.25% dentro de un año y al 5.00% en dos, como se observa en la siguiente tabla de probabilidades implícitas, en donde sombreamos el camino más probable que pronostica el modelo seguirán la tasas durante el próximo año:

Tabla de Probabilidades

	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50
9-Jun-21	84.67%	15.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
9-Sep-21	0.00%	18.11%	69.84%	12.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
9-Dec-21	0.00%	0.00%	1.60%	22.69%	64.72%	10.98%	0.00%	0.00%
9-Mar-22	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	2.16%	23.80%	63.30%	10.69%

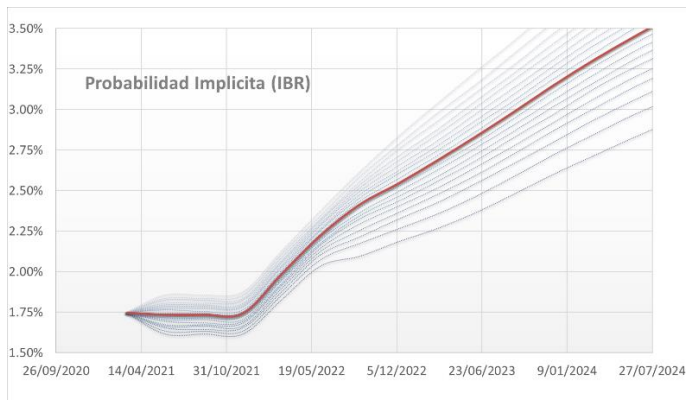
Fan Chart probabilidad de tasas implícitas BanRep actual



Como se observa en la gráfica, implícitamente la subida de tasas es inminente y si nos preguntamos cuándo iniciaría este ciclo alcista?, El mercado nos dice que lo veríamos mucho más pronto de lo esperado.

Contrasta la situación actual, con el pronóstico de probabilidades que teníamos hace solo 2 meses, en donde se esperaba un periodo de estabilidad mas prolongado y un ciclo de subidas que se daría a un ritmo mucho más pausado.

Fan Chart probabilidad de tasas implícitas BanRep t+2 meses



El dato de inflación publicado para abril 2021 fue 0.59% MoM, valor 8 puntos básicos superior al observado en el mismo mes del año anterior, y 27 puntos básicos por encima de lo esperado por parte de los analistas. Tercer mes consecutivo con sorpresa al alza en este ítem, sin embargo, la junta del BanRep ha expresado su confianza en que terminaríamos el año dentro del rango meta.

El pronóstico de incrementos de tipos por parte del banco central no es un fenómeno aislado, en esto momento vemos como para los demás países del área, el mercado swap también está incorporando subidas en los tipos:

Tabla tipos implícitos países de la región

	3M	6M	1Y	2Y	3Y
Estados Unidos	0.15	0.14	0.17	0.44	1.01
Canadá	0.26	0.27	0.40	0.99	1.58
México	4.13	4.45	5.06	5.92	6.55
Chile	0.63	0.89	1.63	2.71	3.35
Brazil	5.11	6.07	7.81	9.82	9.38
Colombia	2.01	2.55	3.33	5.00	5.76

Nuestra recomendación: en el caso de tener que entrar a cubrir pasivos indexados al IBR esperar algo de normalización en las tasas, sobre todo en la parte corta de la curva en donde vemos implícitas demasiado altas. Recomendamos también los trades de aplanamiento para aprovechar el carry. Vemos tasas justas para el segmento mas largo de la curva en donde nodos como el 10y operan al 6%, las cuales en la historia reciente han sido niveles de referencia en la tasa del BanRep.

### Opciones USDCOP

Mercados volátiles han sido la constante durante el ultimo mes. En esta ocasión factores internos han impulsado el tipo de cambio a niveles superiores a los 3.800 pesos por dólar. Estos fuertes movimientos han venido acompañados de incrementos en los niveles de volatilidad negociada. Luego de un largo periodo en el que la volatilidad opero en la zona del 13.5%, vimos un impulso al alza que llevo en el momento de mayor estrés al mes ATM a operar al 16.5%. Fue en ese punto cuando vimos dos interesantes fenómenos, el primero la amplia oferta de volatilidad por parte de agentes offshore quienes vendieron al mercado colombiano cerca de 200 millones de straddle, esto llevo a la volatilidad a comenzar a ceder hasta el punto de equilibrio actual en la zona del 14.5%. El segundo fenómeno fue la dramática caída de los Risk Reversal, lo que se interpreta como un view de los operadores de una rápida devuelta del mercado, es decir cuando **operábamos en la zona de 3.850, lo operadores veían más probable ver los 3.700 que los 4.000 pesos por dólar**. Esto fue lo que efectivamente termino pasando.

Continua la lucha de fuerzas generadoras de volatilidad, por un lado, tenemos un dólar que se ha venido debilitando a nivel global, posiblemente impulsado por el incremento en el precio de los commodities frente al panorama de inflación que se visualiza en el horizonte, lo que ha llevado a varios bancos centrales a tener que normalizar sus tasas de intervención antes de lo previsto, haciendo atractivas las inversiones en otras divisas. Por otro lado, tenemos la incertidumbre respecto al crecimiento económico y en el caso colombiano las dudas frente a una posible perdida del grado de inversión tras la caída de la reforma tributaria. Esta lucha de fuerzas mantiene a nuestra divisa operando dentro del

rango amplio 3.400-3.800, rango en el que nos encontramos desde hace un año, sin poder encontrar una tendencia definitiva.

Actualmente, vemos una superficie de volatilidad invertida sobre el eje temporal sobre un ATM 14.50% para el mes y un 13.40% para el año ATM. Vemos también un RR que venía empujado, pero que termino aplanando debido a la oferta que mencionamos anteriormente y que lo llevo a descender desde los 260 puntos hasta la zona de los 190 puntos.

**ATM (1M-14.50% 3M-13.90% 6M-13.60% 1Y-13.40%)**

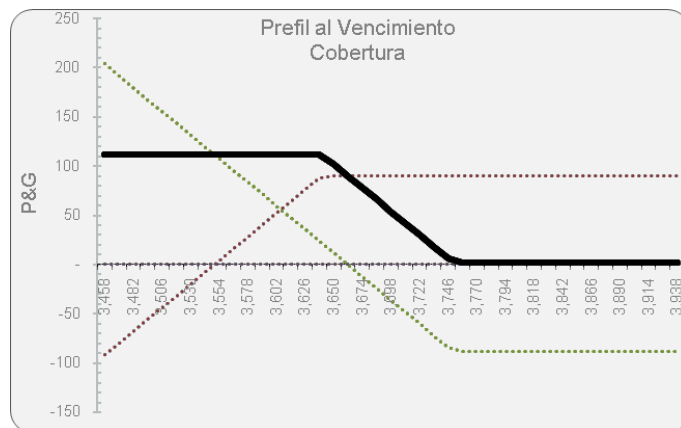
Bajo estas condiciones de mercado, recomendamos la operación de time spreads, particularmente el Put Spread que también se ve beneficiado del incremento en las devaluaciones lo que en el largo plazo termina haciendo más interesantes los niveles de las opciones que se cotizan a strikes forward.

Recomendamos a clientes exportadores una estructura compuesta por la venta de Put 90 delta 3 meses y la compra Put 90 delta a 9m, los niveles de volatilidad de la opción corta nos ayudaran a financiar completamente la opción larga en una estructura cero costos, y el diferencial de tiempo permitirá obtener mejores strikes en las opciones que compramos en el largo plazo. De esta manera el perfil al vencimiento de la opción nos brinda cobertura frente a escenarios de revaluación en el mediano plazo, permitiéndonos capturar el mismo nivel de delta en las dos opciones. Y desplazando la zona de entrada en utilidad de la estructura tan solo 100 pesos por abajo del spot de entrada.

Estructura propuesta

Spreads		Estructura	
Hoy	13/mayo/2021	13/mayo/2021	
Fecha	11/ago/21	13/feb/22	
Días	90	270	
VN	1,000,000.00	1,000,000.00	
Tipo	Put	Put	
C/V	V	C	
Graficar	S	S	
Spot	3750.00	3750.00	
Strike	3750.00	3640.00	
Vol	13.000%	12.500%	
Dev	1.80%	2.00%	
Delta Call			
Call			
Delta Put	46.00%	32.06%	
Put	88.34	90.20	

Grafica estructura +Straddle(3m)-Strangle(9m)



La manera de operar esta estructura utilizarla como sustituto a operaciones forward de venta como las que regularmente utilizan los clientes exportadores., eso si teniendo presente que a diferencia del forward solo se tendrá cobertura de manera parcial sobre los tres primeros meses de la operación y posterior a esto se podrá disfrutar de la cobertura plena. La estructura dará sus frutos si el spot para cierre de 2021 se encuentra mucho mas arriba del nivel actual, pues el cliente al tener el derecho sobre la opción de largo plazo podrá montar en ese momento operación forward de venta a tasa mas favorables que las actuales. También se consideraría exitosa la operación si tenemos una caída del spot al vencimiento de la segunda opción pues se estaría cumpliendo con el objetivo de la cobertura que es proteger ante bajadas del tipo de cambio.

**Contraste de la volatilidad del USDCOP en la región.**

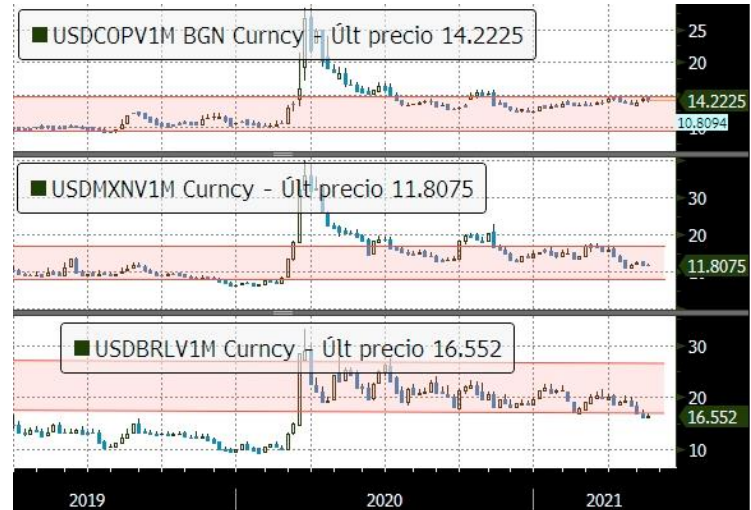
Finalmente vino un cambio drástico de tendencia en la volatilidad negociada en la región, por primera vez en mucho tiempo vemos como caen con fuerza las volatilidades negociadas en Brasil y México, movimiento que contraste con la subida en la volatilidad negociada en Colombia, impulsada mayormente por lo factores internos que todos conocemos.

La volatilidad en MXN bajo con fuerza, cayendo desde la zona del 20.0% a niveles actuales del 11.80%, zona en la que acostumbraba a operar normalmente en el periodo pre-covid. Este es un movimiento significativo, mas si tenemos en cuenta que el MXN ha sido históricamente una moneda de cobertura para portafolios expuestos a países emergentes al momento de presentarse

situaciones de incertidumbre o eventos de crisis. La volatilidad en el BRL también cae hasta la zona del 16.5% rompiendo a la baja el canal lateral que no había podido superar desde marzo de 2020.

Ante este panorama en la región creemos que lo más probable es ver caídas en los niveles negociados en la parte más corta de la curva (plazos menores a 3 meses), ya que para inversionistas institucionales que tengan acceso a la región, resulta atractivo vender Colombia y comprar México, que es una moneda que opera 24 horas, lo que ofrece mayor margen de maniobra en el caso de requerir gestionar el riesgo asociado a los portafolios expuestos a la región. Tenemos como objetivo la zona 13.50% para la volatilidad 1 mes ATM en COP, zona en la que veríamos una superficie completamente plana en el eje temporal y que consideramos captura de manera la manera en que se ha

desarrollado el mercado spot, el cual como les mencionábamos antes no ha podido definir una tendencia que lo lleve a romper el rango amplio.



**Mesa de Moneda Extranjera Corficolombiana S.A.** “La información antes señalada tiene como propósito presentarle al cliente una estimación aproximada de las posibles condiciones de una futura operación, razón por la cual en ningún caso el contenido de este documento constituye o debe ser interpretado como una oferta mercantil. Elaboraron Juan Jacobo Ceron y Luis Fernando Nova un amigo en el mercado de derivados.