

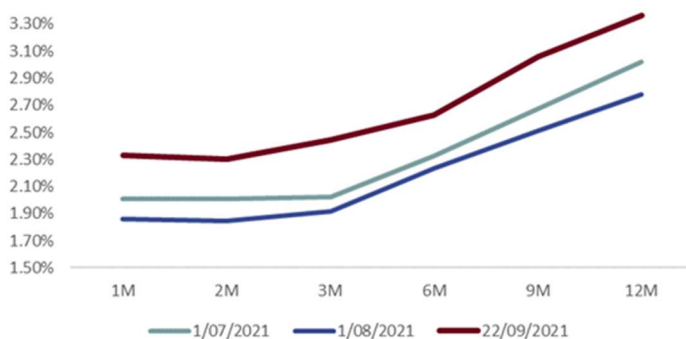
24 de septiembre de 2021

Después de la decisión de mantener las tasas inalteradas por parte de la FED y viendo la consolidación del discurso en donde se espera que se comience a retirar los estímulos de liquidez de US 120 billones a finales de este año y terminar a mediados de 2022, en donde esperamos que en la reunión de noviembre anuncien como sería el retiro de los estímulos y comiencen en diciembre de este año. Para resaltar de esta reunión vemos que aumentaron el pronóstico de inflación anual a 4.2% para 2021 (antes 3.4%), 2.2% para 2022 (antes 2.1%) e inalterada para 2023 en 2.2%. En cuanto al mercado laboral subieron el desempleo esperado para 2021 a 4.8% desde 4.5% y lo mantuvieron inalterado en 3.8% y 3.5% para 2022 y 2023. En la reunión de junio 2021 siete oficiales veían subidas de tasas el próximo año mientras en esta reunión subió a nueve.

Devaluaciones

En el segundo semestre hemos visto como se ha desplazado hacia arriba toda la curva, comenzando a incorporar las próximas subidas por parte del Banco de la República mientras esperan que la FED siga con tasas inalteradas.

Comportamiento devaluaciones



Vemos que los movimientos a plazos menores a 3 meses niveles cercanos a 2.40%-2.50% están sobre extendidos y creemos que podría tener una corrección a niveles de 2.25%-2.30% nuevamente. Para 6 meses creemos que deberíamos estar en niveles cercanos a 2.75%. Para plazos largos 9 meses y 12 meses se ha visto un mercado

comprador, vemos niveles objetivo de 3.0% y 3.5% respectivamente.

Swaps IBR-TF

En momentos en los que el contexto parece haber cambiado y en donde las preocupaciones migran de los temores por bajo crecimiento hacia la preocupación por incrementos en materia de inflación, y en donde varios países de la región han tenido que acelerar sus procesos de normalización en tasas, Colombia no es ajena a este nuevo escenario y se prepara para un inminente fin del ciclo expansivo que muy seguramente se daría en la reunión del mes de septiembre. Ahora las preguntas se centran en identificar cual será la velocidad a la que se darán los ajustes en tasas y cuál será el nuevo nivel de equilibrio en donde terminaría este ciclo alcista.

Durante los últimos meses hemos visto al mercado IBR anticiparse a este ajuste en la tasa repo, por lo que el movimiento parece estar plenamente descontado por toda la curva, es más nos atreveríamos a decir que el mercado ha sobre reaccionado y esto se puede inferir a partir de los niveles de tasa implícita que actualmente se negocian.

Tabla tipos implícitos países de la región

	3M	6M	1Y	2Y	3Y
Estados Unidos	0.12	0.12	0.19	0.67	1.08
Canadá	0.29	0.29	0.62	1.16	1.44
México	5.00	5.34	5.94	6.69	7.04
Chile	2.59	3.64	4.16	4.52	4.57
Brazil	8.18	9.52	8.93	10.30	10.51
Colombia	2.81	3.71	4.74	6.04	6.19

Podemos observar como Colombia es el país de la región que más incrementos descuenta con 12 subidas a 1 año y 17 subidas a 2 años, periodo en donde se estabilizaría la tasa en niveles del 6%, contrasta lo anterior con tasa prácticamente inalteradas para el próximo año en los Estados Unidos seguidos de un periodo de ajuste que llevaría las tasa a niveles de 1% dentro de 3 años. En el caso de que se diera este escenario tendríamos un interesante diferencial en tasas que podría tener efectos sobre el tipo de cambio y sobre la curva de devaluaciones. Pero para que esto pase, debemos ver un agresivo actuar del emisor con varios incrementos de 50 puntos básicos o más ya que deberíamos alcanzar la

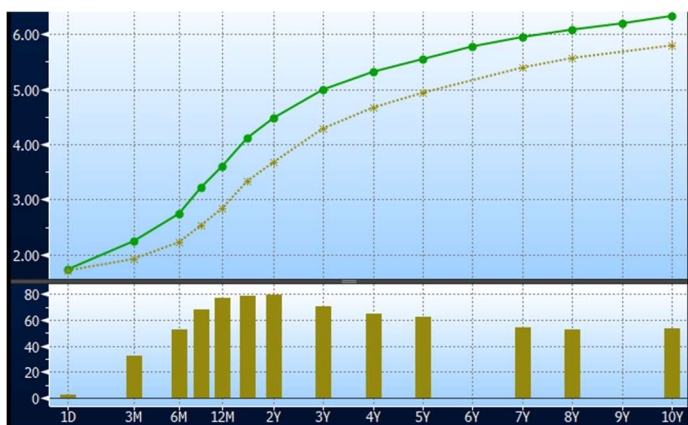
meta de 12 subidas en un año con una agenda que solo incluye 9 reuniones con decisión de tasas.

IBR

(3M-2.30% 6M-2.75% 1Y-3.60% 18M-4.15% 2Y-4.50%)

La sorpresa al alza que hemos visto en los últimos datos de inflación y las preocupaciones por encontrarnos en la parte alta del rango meta, motivaron en gran medida la aceleración de la parte media - larga de la curva, ya que comenzamos a ver como los efectos inflacionarios del paro que muchos esperábamos fuesen de carácter transitorio terminaron volviéndose permanentes, esto llevo a que se diera un incremento de cerca de 50 puntos básicos la tasa de equilibrio de esa parte de la curva.

Curvas IBR hoy y t-1 mes



Varios miembros de la junta del emisor han hecho comentarios en los que mencionan que se está acabando el margen que les ha permitido mantener la tasa en niveles tan expansivos para la economía. Sin embargo, anotamos que el fenómeno de tasa reales negativas es un fenómeno que se está presentando a nivel mundial y que por ser de carácter estructural en Colombia difícilmente se podría controlar vía tasa. Esto creemos que abre una ventana para ver incrementos más moderados en la tasa, que la llevarían dentro de 1 año a niveles no mayores al 3.75%

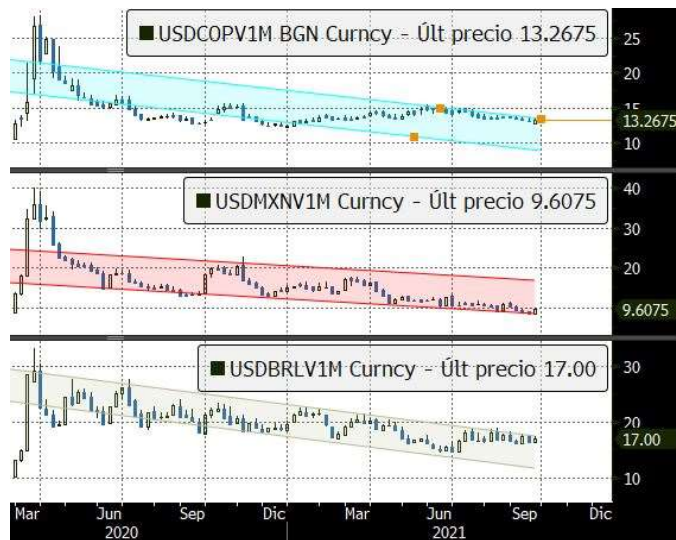
El efecto carry de las posiciones en IBR que tanto a costado a los operadores durante lo corrido de año, comenzara a moderarse una vez se comiencen a dar los incrementos en tasas, lo que llevara a la curva a reducir su empinamiento generando oportunidades de trade.

Consideramos interesante las operaciones de aplanamiento de curva, en las cuales igualando el DV01, pagamos en el nodo corto y recibimos en el nodo largo, buscando una reducción en las implícitas mientras disfrutamos de carry positivo. Recomendamos vender el 6m/2y en 175bps con nivel objetivo 125 bps niveles que esperamos alcanzar ya sea por subida de tasas o por la vía del carry.

Nuestra recomendación: en el caso de tener que entrar a cubrir pasivos indexados al IBR es solo hacerlo para coberturas mayores a 5 años, periodo en el que ya está descontada la subida de tipos del ciclo que viene en 2021-2022 pero que no incluye posibles sorpresas de otro tipo que podrían llevar la tasa de intervención a niveles superiores al 6% en el largo plazo.

Opciones USDCOP

Experimentamos una drástica caída en los niveles de volatilidad negociada para toda la superficie. Los nodos ATM han caído más de 300 puntos básicos en lo corrido del semestre en buena medida impulsados por la constante oferta por parte de agentes del exterior. Este no es un fenómeno aislado ya que hemos visto el mismo comportamiento en nuestros pares de la región los cuales están recuperando los niveles de operación que traíamos en el periodo previo a la pandemia.



Para el mercado local de opciones, el mes de agosto fue particularmente desconcertante dada la divergencia que vimos entre el spot y la volatilidad ATM, ya que el spot subió en muy pocas sesiones superando la zona de los

USDCOP 4.000 al tiempo que la volatilidad comenzó su senda descendente cayendo desde el 16% hasta al 13.5%. en el mismo periodo de tiempo, esto termino por hundir el Risk Reversal, que venía operando muy empujado; sobre los 300 puntos básicos luego de la pérdida del grado de inversión y que termino ofrecido en 200 puntos básicos.

Las monetizaciones por parte del Gobierno y de Ecopetrol han terminado por tumbar también la volatilidad histórica, ya que tenemos dos importantes fuerzas encontradas, por un lado, la presión compradora de agentes offshore y por otro lado la muralla en la que se ha convertido la presencia permanente en el offer por la monetización de recursos arriba mencionada. Actualmente la volatilidad histórica se ubica por debajo del 10% con un spot operando muy apretado en el rango en 3810 – 3850.



Hemos visto mucha oferta de volatilidad en strikes superiores a 4.100 en el corto plazo, los cuales no resultan atractivos en este momento dadas las condiciones de operación en un mercado intervenido. De manera similar algunos clientes han mostrado interés en vender strikes por debajo de 3.700 en el mediano plazo como estructura de caja para posiciones cortas en el spot. En resumen, lo que terminamos viendo es oferta de strangle con un diferencial entre las fechas de vencimiento de sus patas. Una de las razones que explican esto es la precaución por parte de los inversionistas a vender Call para periodos posteriores a

febrero 2022 a la espera de tener más claridad sobre cómo se desarrollara la contienda electoral y si se pudiese dar o no una segunda vuelta. Para el caso de las Put este miedo no está presente y se disipa pues los operadores no esperan un rally significativo del COP en el caso de que triunfe un candidato de centro o de derecha.

Actualmente, vemos una superficie de volatilidad ligeramente empujada sobre el eje temporal sobre un ATM 14.50% para el mes y un 13.50% 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 300 puntos hasta la zona de los 200 puntos.

ATM (1M-12.90% 3M-13.20% 6M-13.30% 1Y-13.50%)

Bajo estas condiciones de mercado, recomendamos la compra de volatilidad en la zona 4100 en un horizonte de 9 meses como estrategia de cobertura “barata” ante posibles movimientos alcistas que creemos se podrían denotar en el caso de que debamos ir a una segunda vuelta con un resultado apretado o de que se presente un retroceso de los índices bursátiles mundiales que desde hace tiempo se encuentran operando en niveles altos y pueden ser susceptibles a ver una corrección importante.

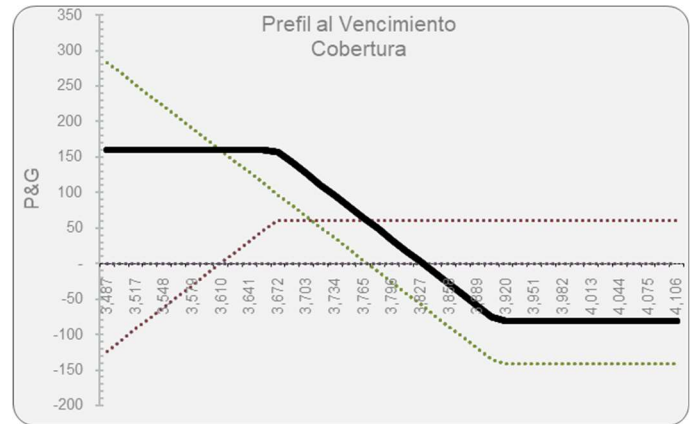
Recomendamos a clientes exportadores la compra de pisos en el ATM preferiblemente en plazos mayores a 6 meses, en donde vemos una combinación ganadora entre la baja volatilidad por la que se debería pagar y la subida de las devaluaciones que mejorarían el nivel de estos pisos. Sugerimos ejecutar estas estrategias comprando sobre la zona del 13.25% ya que vemos que posibles desvalorizaciones adicionales en la volatilidad se podrían dar principalmente en la parte corta de la superficie mientras que la parte larga reaccionaria en menor medida ya que el horizonte en el mediano plazo incorpora varios eventos que podrían impactar la volatilidad al alza. Para financiar parcialmente la compra de las opciones ATM recomendamos la venta de Put 25 delta al mismo vencimiento y por el mismo nominal, de manera que capturemos un rango de 240 pesos con una prima de solo 80 pesos por dólar, de esta manera se obtiene una estructura que paga 2 a 1 y que proporciona una muy interesante cobertura para exportadores

asegurando un piso por encima de los 3900 pesos por dólar.

Estructura propuesta

Spreads		Estructura	
Hoy	23/septiembre/2021		23/septiembre/2021
Fecha	22/mar/22	22/mar/22	
Dias	180	180	
VN	1,000,000.00	1,000,000.00	
Tipo	Put	Put	
C/V	C	V	
Graficar	S	S	
Spot	3850.00	3850.00	
Strike	3910.00	3670.00	
Vol	12.564%	14.013%	
Dev	2.66%	2.66%	
Delta Call			
Call			
Delta Put	49.38%	25.23%	
Put	140.55	60.14	
	PZ	PZ	PZ
Exposición		3,200.00	Prima Total (80,406,372.53)

Grafica estructura +Put Spread(6m)



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 Novoa un amigo en el mercado de derivados.