

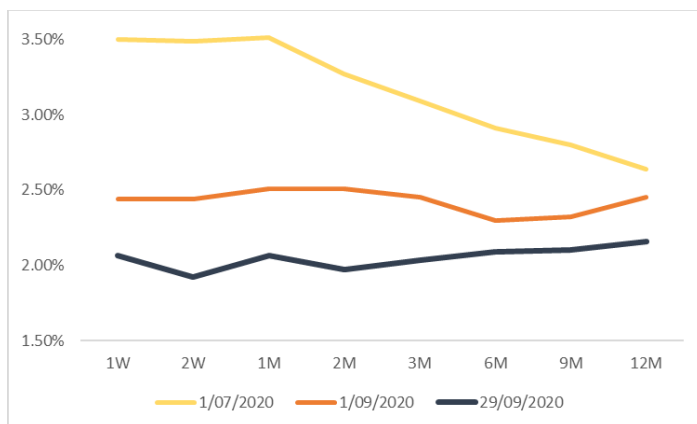
30 de Septiembre de 2020

Vemos como se aproximan las elecciones en EE.UU. lo que seguramente traerá volatilidad a los mercados. El primer debate no dio muchas pistas sobre lo que podría pasar, pero esperamos que las encuestas comiencen a presentarnos un panorama más claro a medida que se aproxime al día de las elecciones.

En Colombia el BanRep recortó la tasa de intervención en 25 puntos básicos, movimiento que no estaba del todo descontado por los analistas ya que solo la mitad de los encuestados esperaban este recorte. Seguimos monitoreando los datos económicos en la búsqueda de señales que pueda sugerir reducciones adicionales, pero entendemos que cada vez es menor el margen de maniobra con el que cuenta la junta del emisor.

Devaluaciones

En la siguiente gráfica mostramos el comienzo del segundo semestre, con una presión alcista en el corto plazo, impulsada especialmente por la amplia liquidez que se presentaba en el mercado y a largo plazo veíamos una curva presionada a la baja, impulsada especialmente por la política expansiva del BanRep. En el mes de agosto y septiembre se consolidó una curva plana, mostrando una estabilidad en política de intervención del BanRep y EE.UU, pero a final del mes de septiembre se pudo observar un desplazamiento de toda la curva lo que consideramos que puede ser el descuento por parte del mercado de la reducción adicional de 25pbs.



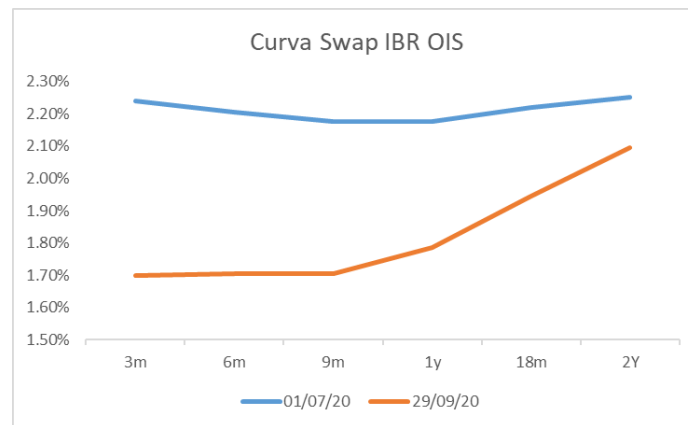
Después de esta reducción importante en toda la curva, sugerimos comenzar a comprar en niveles cercanos al

1.75%-2.0% en plazos superiores a 6 meses para posiciones estructurales y 1.50%-1,75% a menos de 90 días para posiciones especulativas. Creemos que estos niveles podrían generar un soporte importante en la curva.

Swaps IBR-TF

El empinamiento ha sido el común denominador dentro de la dinámica de operación de los swap IBR. Este fenómeno se viene acelerando desde hace más de dos meses y se caracteriza por el contraste entre la caída de la parte corta de la curva cada vez que la junta del BanRep decide recortar tasas y el comportamiento prácticamente indiferente de los nodos más largos ante recortes de tasas o sorpresas en la publicación del dato de inflación.

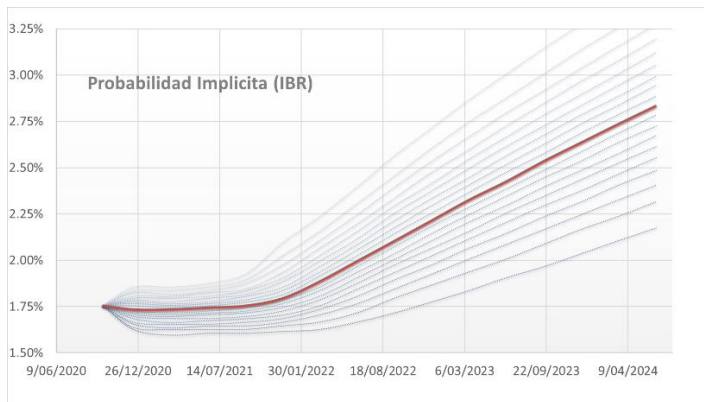
Según lo descontado por el mercado IBR, el BanRep ha recortado nuevamente la tasa de referencia ubicándola en un nivel mínimo histórico del 1.75%. dentro de una votación dividida y en esta ocasión con un discurso que aclara que cada vez es menor el espacio para recortes adicionales. Esto se traduce en una curva corta anclada en la zona del 1.75% y completamente plana hasta los 12m, con implícitas al mismo nivel. Los tramos más largos de la curva comienzan a descontar subidas de tasas a partir de los 18m producto del empinamiento observado.



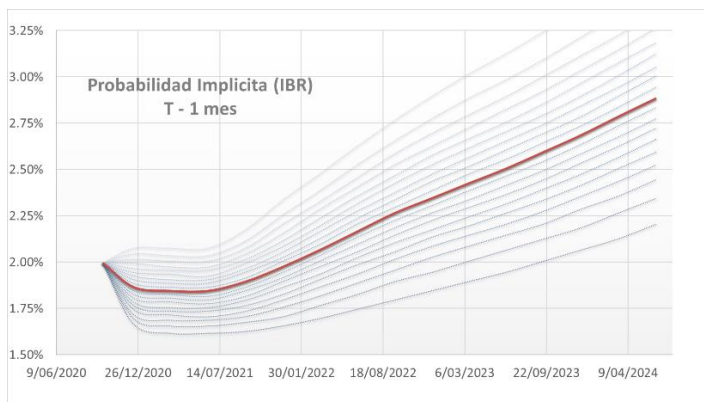
Respecto a la dinámica de negociación vemos periodos de estabilidad en tasas a lo largo del mes, solo interrumpidas por movimientos pronunciados que se presentan durante las publicaciones de dato de inflación o decisión de tasas. EL IBR se ha tornado data dependiente como consecuencia del agotamiento por

incorporación en los precios de casi la totalidad de las expectativas en materia de tasas sobre las que se había consenso en general.

El empinamiento sufrido por la curva IBR puede interpretarse como una reducción en la estimación por parte de los operadores de mercado, en la duración del periodo de estímulo económico por política expansiva, el cual ahora se estima no iría más allá de 18 meses como se puede observar en la gráfica de probabilidades de implícitas de tasa.



Es interesante contrastar el cambio sufrido en las probabilidades implícitas durante el último mes, observamos como tenemos ahora un primer tramo completamente plano (grafica superior), señal de expectativa de estabilidad en tasas, contra la sonrisa que veíamos hace un mes en donde se esperaban recortes adicionales (grafica inferior).



IBR

(3M-1.70% 6M-1.70% 1Y-1.77% 18M-1.94% 2Y-2.08%)

Nuestra recomendación: creemos que se acercan niveles de entrada interesantes para recibir tasa variable, sobre

todo apostando a correcciones en el tramo medio de la curva. Nos parece de especial interés el tramo comprendido entre los 18m y los 3y con entradas de carácter definitivo para comenzar a montar coberturas sobre pasivos indexados IBR.

Opciones USDCOP

Septiembre fue un mes activo en materia de volatilidad, sobre el comienzo del mes vimos amplia oferta por parte de agentes del exterior, quienes vendieron el mes sobre la zona del 13%. Contrastan estos niveles de volatilidad negociada, con los niveles de volatilidad que experimentamos en el mercado spot, en donde vimos rangos de operación intradía de hasta 80 pesos acompañados de gaps de apertura que llegaron a alcanzar los 40 pesos.

En otras palabras, la compra de volatilidad fue un excelente negocio durante, ya que permitió operar activamente en zona 3630 -3900 que fue recorrida con velocidad no solo una vez sino en dos oportunidades. Seguimos considerando el 13% como zona de entada, más aun con un pronóstico de incrementos en la volatilidad en vísperas de elecciones en Estados Unidos.

Actualmente, vemos una curva de volatilidad cóncava en su estructura temporal en donde se cobra una prima de 150 puntos básicos al mes de noviembre producto del ruido derivado de las elecciones. Plazos más largos como los 9 meses y los 12 meses han venido operando con una marcada tendencia a la baja en niveles cercanos al 12%

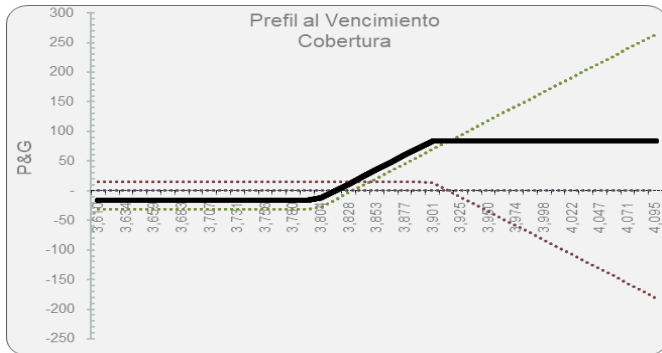
El *risk reversal* se mantiene en niveles bajos, alrededor de 200 puntos básicos. Esto se explica en la visión por parte de los operadores de una menor probabilidad de que el mercado experimente explosiones de volatilidad como las que vimos en marzo y abril. Es así como se descuenta una mejor liquidez ante escenarios de crisis, que le permitirá al mercado absorber de mejor manera un choque de demanda de dolares.

ATM (1M-13.30% 3M-14.30% 6M-13.60% 1Y-13.10%)

Dada la divergencia entre la volatilidad negociada y la de mercado, continuamos recomendando la operación de estructuras de volatilidad, particularmente los spreads tratando de capturar el Call Spread cuando no encontremos en la parte baja del canal de operación, y el

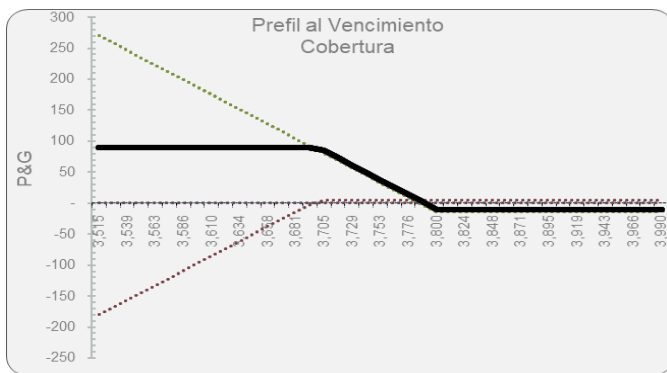
Put Spread de manera análoga, al encontrarnos en la parte alta del canal.

Grafica estructura Call Spread



Spreads		Call Spread	
Hoy	30/septiembre/2020	30/septiembre/2020	
Fecha	30/oct/20	30/oct/20	
Dias	30	30	
VN	1,000,000.00	1,000,000.00	
Tipo	Call	Call	
C/V	C	V	
Graficar	S	S	
Spot	3750.00	3750.00	
Strike	3800.00	3900.00	
Vol	11.639%	14.093%	
Dev	2.00%	2.00%	
Delta Call	37.01%	18.14%	
Call	31.31	14.66	

Grafica estructura Put Spread



Spreads		Put Spread	
Hoy	30/septiembre/2020	30/septiembre/2020	
Fecha	30/oct/20	30/oct/20	
Dias	30	30	
VN	1,000,000.00	1,000,000.00	
Tipo	Put	Put	
C/V	C	V	
Graficar	S	S	
Spot	3900.00	3900.00	
Strike	3800.00	3700.00	
Vol	11.647%	13.124%	
Dev	2.00%	2.00%	
Delta Call			
Call			
Delta Put	19.95%	7.20%	
Put	14.73	4.77	

En estas estructuras, el objetivo es tratar de capturar los movimientos extendidos del spot, ya sea a al alza o a la baja, entrando en una estructura en opciones que se beneficiara de una posible reversión a la media. Gozando de los beneficios de acotamiento de riesgos que proporcionan las opciones. Adicionalmente la compra y venta de opciones permite financiar parcialmente la estructura.

Contraste de la volatilidad COP en la región.

Al comparar niveles de volatilidad de mercado contra nuestros pares en la región vemos como el 1m ATM COP que opera al 13.30%, es la moneda más rezagada ya que prácticamente no presento variación durante el último mes.



Por su parte el MXN 18.25%, presento un interesante pico de volatilidad durante el último mes saltando de la zona del 13% al 18% en solo 4 jornadas.

La volatilidad negociada en BRL 21.80%, no logra descender a niveles pre Covid. Pues se ha mantenido sobre el 20% desde el mes de abril. Consideramos que esta es la moneda que afronta más amenazas en el horizonte, por lo que estos nuevos niveles de volatilidad difícilmente cederán.

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. En caso de que el cliente decida celebrar la respectiva operación con Corficolombiana, las partes pactarán expresamente las condiciones finales de la misma de acuerdo con las condiciones de mercado específicas en el momento del cierre de la transacción y las políticas de riesgo vigentes de Corficolombiana.”