

# Renta Fija Local

Estrategia Itaú Comisionista de Bolsa

Itaú

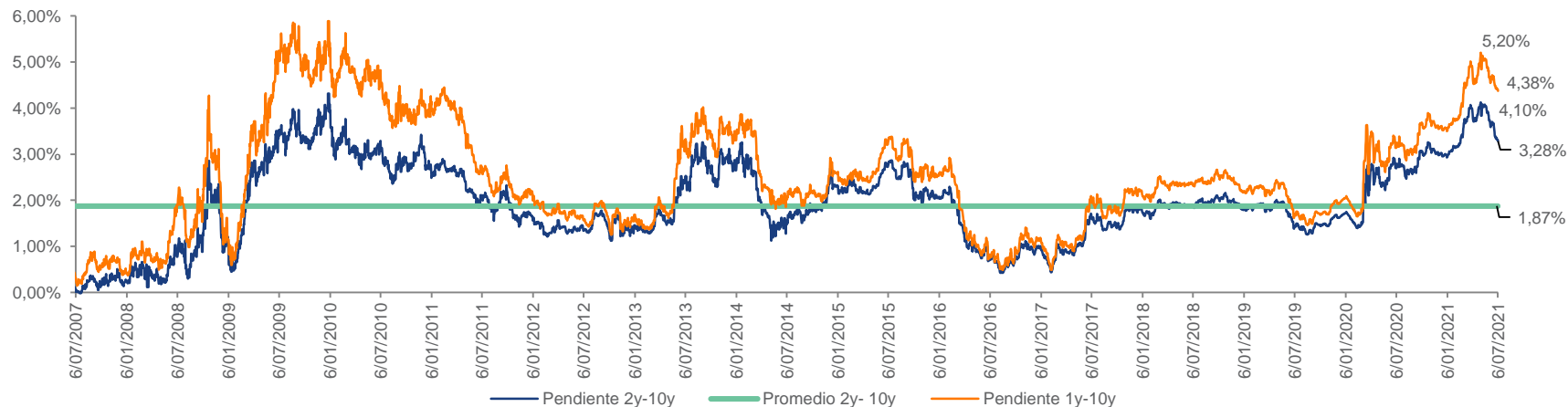
## Julio: Del pesimismo al realismo

- *“Junio inicia con niveles incómodos en TES en la curva corta y media, la curva larga por el pronunciado empujamiento pudiera tener más beta a los choques externos de ser positivos, como un tesoro que quiera probar de nuevo algo sobre el 1,40%, algo que derivara de los datos de inflación y empleo pero que consideramos sostenible solo si el petróleo nos muestra otro destino que no sea seguir subiendo. Por ahora las malas y desalentadas noticias locales, han gozado de un ambiente externo benevolente, lo que en realidad evidencia que la curva ha reaccionado en más de un 70% al movimiento de tesoros que a los mismos ciclos sociales locales, sin querer minimizar dichos riesgos, pensamos que el activo a perseguir, seguirá siendo el tesoro”.* Para nuestros lectores no debería ser sorpresa o al menos no gran sorpresa la dinámica positiva que hemos tenido en la curva media y larga de TES durante las semanas recientes.
- El estilo de recesión que tuvimos en el mundo ha permitido que exista un mezcla perfecta entre la heterodoxia monetaria ya existente y el reciente libertinaje fiscal. Dicho coctel provocó un primer semestre del 2021 sumergido en el descuento de un ciclo conocido como reflación, en donde la inflación y el crecimiento se comportan en forma positiva de manera simultánea, empujando las curvas en países desarrollados y llevando a ventas en general en el mercado de bonos, en especial en los tramos de mayor duración. Ahora bien, parados en esta parte del ciclo y habiendo acertado en ese primer *round*, revivimos nuestra idea de lo que sugiere el inicio del tercer trimestre en donde consideramos hemos llegado al pico de la tasa de cambio de inflación y crecimiento en Estados Unidos principalmente y la estrategia deflacionaria que esto propone en donde aún cuando seguiremos viendo inflaciones altas y crecimiento sólido, apostamos por un aplanamiento de las curvas al que le dimos vida desde el mensual de junio.
- El *rally* marcado de tesoros no solo está justificado en una narrativa mediática de lo transitorio que puede llegar a ser la inflación en Estados Unidos que además se suma al mayor monto de compras frente al monto de emisiones y la cobertura de convexidad tras un posible anticipo de pagos de créditos y la variante delta si no que como hemos expuesto en múltiples ocasiones, cuando la FED amenaza con el *Tapering* o reducción gradual de compras de bonos, conduce una expectativa de actividad económica más débil, y en consecuencia, expectativas de inflación contenidas. Sin embargo, a corto plazo, parece haber una sobre compra de tesoros largos por lo que podríamos ver un retroceso de la tendencia, pero es probable que esa sea una oportunidad para aumentar exposición.
- Hablando desde lo local estamos positivos por ahora, nos preocupa un poco la variante delta de llegar a esparcirse de manera importante en el territorio local en medio de un proceso de vacunación que va bien pero que mantiene a un porcentaje importante de la población sin vacuna, sin embargo, por ahora le damos más peso a la recuperación económica que esperamos sobresalga en la región, el *Good Will* que nos da la buena dinámica de los precios del petróleo, optimismo frente al texto a presentar como reforma tributaria el próximo 20 de julio, todo encaminado a una consolidación fiscal que puede traer sorpresas positivas
- **Recomendados Deuda Corporativa:** IBR en el rango de 1,5 años a 3 años; FS en el rango de 3 a 5 años.
- **Recomendados Deuda Pública:** TES TF 2027 - TES TF 2036 – TES TF 2050; TES UVR 2023.

## Curvas | Empinamiento y valor relativo

- Una mezcla entre *bear* y *bull flattening* dieron y dan soporte a nuestra tesis de un ciclo de aplanamiento en medio de un empinamiento estructural de la curva que debería ir desapareciendo en forma secular en la medida que superemos los ciclos políticos y los ruidos fiscales que van a mantener algunas primas vigentes en la curva. El movimiento de tesoros ha sido fundamental en este proceso y creemos que así se mantendrá en gran parte de este segundo semestre a menos que la inflación en EE.UU de sorpresas alcistas que agoten demasiado las tasas reales en los tesoros, por ahora debería reducir la velocidad del aplanamiento e incluso mostrar algunas correcciones dadas las posibles sobre compras en curva larga a nivel global, sin embargo, la tendencia de aplanamiento sigue siendo nuestra mayor convicción.

Empinamiento



Fuentes: Precia, Bloomberg, Cálculos Propios

## Curvas | El Nivel



Fuentes: Bloomberg, Banco de la Republica, Cálculos Propios

- Es típico que en procesos de aplanamiento gobernados en su mayoría por un *bear flattening*, el nivel de tasas aumente o se mantenga alto en la medida en la que los papeles de curva corta van haciendo su trabajo al alza mientras que la curva media y larga se comporta mas estable. El mensaje que nos queda haciendo este análisis es que los TES 2022, se vuelven atractivos en el 3,25% - 3,50%, si bien el nivel ha estado presionado al alza, aún sentimos los TES más cortos, cortos en su reacción y un ciclo de política monetaria que su bien no estimamos tan alcistas como algunos analistas, si tiene riesgos al alza que preferimos contener dando espera a un mayor ajuste de tasas.

## TES UVR I Valor en curva corta

### Inflaciones Implícitas TES UVR

TES PESOS			TES UVR			Implícitas	Tasa Justa y Tasa Real		Retornos y pick up	
Título	Duracion	Tasa FS	Título UVR	Duracion	Tasa Neg	Inflacion Implícita	Tasa justa (ajustada por IPC ex ante)	pbs dif (tasa neg-tasa justa)	Retorno al Vencimiento	Pick up frente a TES TF pesos
TFIT10040522	0,82	2,83%								
	1,59	3,74586%								
TFIT16240724	2,58	4,93%	TUVT17230223	1,5889	1,54%	2,175%	0,238%	(129,64)	3,69%	(5,59)
	3,64	5,681%	TUVT11070525	3,6410	1,92%	3,687%	2,107%	18,01	4,92%	(76,07)
TFIT08261125	3,84	5,82%								
TFIT15260826	4,22	6,09%								
	5,24	6,547%	TUVT11170327	5,2443	2,58%	3,866%	2,944%	35,27		
TFIT08031127	5,26	6,55%								
TFIT16280428	5,70	6,71%								
TFIT16180930	6,58	7,04%								
	7,17	7,115%	TUVT10180429	7,1663	3,19%	3,808%	3,493%	29,68		
TFIT16300632	7,98	7,22%								
TFIT16181034	8,49	7,42%								
TFIT16090736	9,17	7,61%								
	9,90	7,702%	TUVT20250333	9,9042	3,60%	3,960%	4,060%	44,22		
	10,46	7,771242%	TUVT20040435	10,4624	3,81%	3,814%	4,127%	30,23		
TFIT31261050	11,71	7,93%								
	11,90	8,2750%	TUVT18250237	11,8964	3,98%	4,133%	4,614%	60,75		
	17,47	8,51%	TUVT32160649	17,4663	4,04%	4,293%	4,838%	75,99		

- Mucha aversión hacia el tramo corto de TES UVR por parte del mercado, aquí creemos que hay que hacer un análisis más segmentado, aquellos inversionistas con miras a ganarle a un *benchmark* en métricas diarias, semanales o mensuales, seguramente no les interesará tomar posiciones en estos papeles que enfrentarán inflaciones mensuales bajas que impiden buenos retornos, sin embargo, para clientes de mediano plazo que puedan incluso contemplar escenarios al vencimiento, vemos oportunidad en los TES 2023 que además ofrecen un seguro por inflación que hoy se encuentra a un buen descuento o en otras palabras una inflación implícita muy baja.

Fuentes: Bloomberg, Banco de la Republica, Cálculos Propios

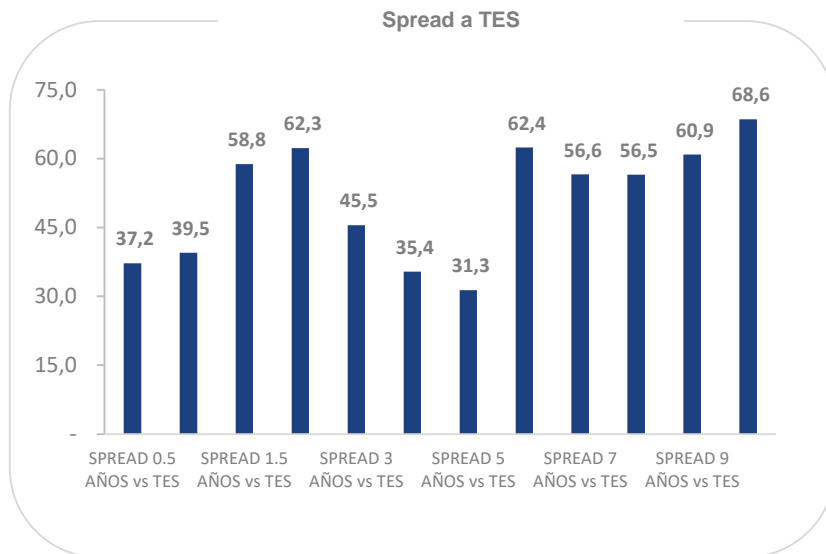
# TES UVR I Valor en curva corta

Retorno TES UVR 2023 (5 millones de unidades) comprados al 1,40%

Tir Venta / Fechas	Sensibilidad TES UVR Mayo 2023											
	Fecha de Venta											
	08-Aug-21		08-Sep-21		08-Nov-21		08-Jan-22		08-Apr-22		08-Jul-22	
	Rentabilidad	Utilidad Acumulada	Rentabilidad	Utilidad Acumulada	Rentabilidad	Utilidad Acumulada	Rentabilidad	Utilidad Acumulada	Rentabilidad	Utilidad Acumulada	Rentabilidad	Utilidad Acumulada
1,940%	-5,55%	(7.363.611)	-2,71%	(7.089.525)	-0,35%	(1.804.937)	0,97%	7.394.784	3,34%	37.731.501	4,15%	62.161.730
1,850%	-4,07%	(5.355.231)	-1,99%	(5.194.511)	-0,02%	(127.855)	1,16%	8.856.149	3,44%	38.890.022	4,21%	63.005.333
1,760%	-2,56%	(3.342.357)	-1,27%	(3.295.396)	0,30%	1.552.614	1,35%	10.320.255	3,55%	40.050.469	4,27%	63.850.152
1,670%	-1,02%	(1.324.976)	-0,54%	(1.392.169)	0,63%	3.236.479	1,54%	11.787.110	3,65%	41.212.847	4,32%	64.696.190
1,580%	0,54%	696.927	0,20%	515.184	0,96%	4.923.751	1,74%	13.256.721	3,75%	42.377.160	4,38%	65.543.449
1,490%	2,13%	2.723.366	0,94%	2.426.675	1,30%	6.614.438	1,93%	14.729.097	3,86%	43.543.414	4,44%	66.391.934
<b>1,400%</b>	<b>3,74%</b>	<b>4.754.355</b>	<b>1,69%</b>	<b>4.342.316</b>	<b>1,63%</b>	<b>8.308.552</b>	<b>2,12%</b>	<b>16.204.245</b>	<b>3,96%</b>	<b>44.711.613</b>	<b>4,49%</b>	<b>67.241.645</b>
1,310%	5,38%	6.789.909	2,45%	6.262.121	1,96%	10.006.101	2,32%	17.682.172	4,07%	45.881.763	4,55%	68.092.587
1,220%	7,05%	8.830.042	3,21%	8.186.101	2,30%	11.707.097	2,51%	19.162.886	4,17%	47.053.867	4,61%	68.944.763
1,130%	8,75%	10.874.767	3,98%	10.114.271	2,64%	13.411.549	2,71%	20.646.395	4,28%	48.227.932	4,66%	69.798.174
1,040%	10,47%	12.924.101	4,75%	12.046.643	2,98%	15.119.467	2,91%	22.132.707	4,38%	49.403.963	4,72%	70.652.824
0,950%	12,23%	14.978.056	5,53%	13.983.229	3,32%	16.830.861	3,10%	23.621.830	4,49%	50.581.964	4,78%	71.508.716
0,860%	14,01%	17.036.649	6,32%	15.924.044	3,66%	18.545.743	3,30%	25.113.771	4,59%	51.761.941	4,84%	72.365.853

Fuentes: Bloomberg, Banco de la Republica, Cálculos Propios

## Deuda Corporativa | Seguimos subordinando este activo aún cuando reconocemos algunas oportunidades

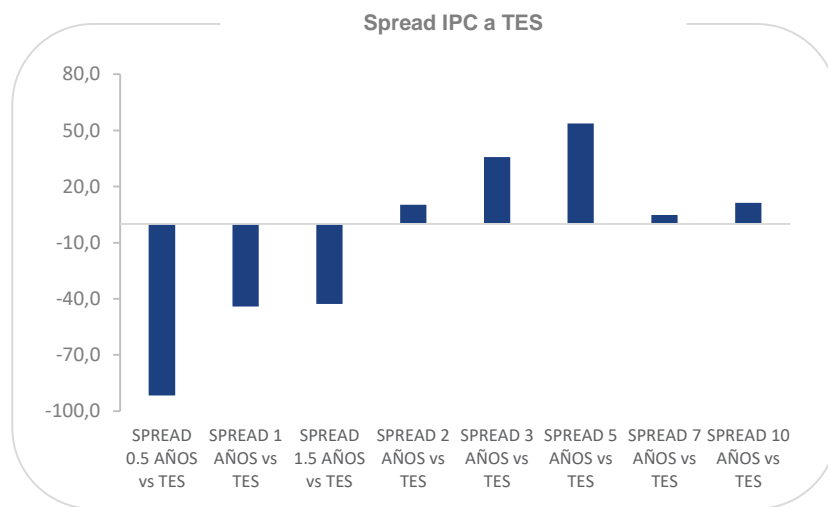
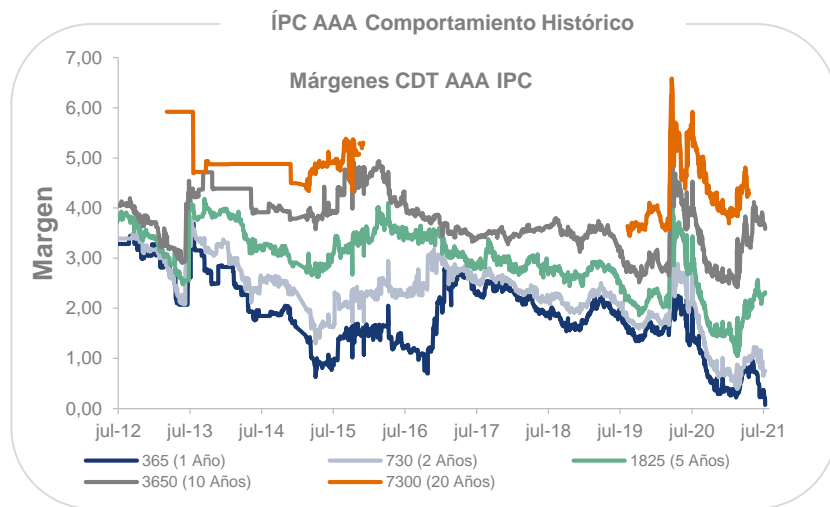


- Consideramos que la deuda corporativa mantiene aún un descuento bajo frente a los TES, y asume un mayor riesgo de liquidez ante algún evento de volatilidad que implicara velocidad en la toma de decisiones, observamos que el alto empujamiento en la estructura de tasas de papeles AAA en tasa fija, encontramos oportunidad en vencimientos a 3 y 5 años.

Fuentes: Bloomberg, Banco de la República, Cálculos Propios



## Deuda Corporativa | Seguimos subordinando este activo aún cuando reconocemos algunas oportunidades



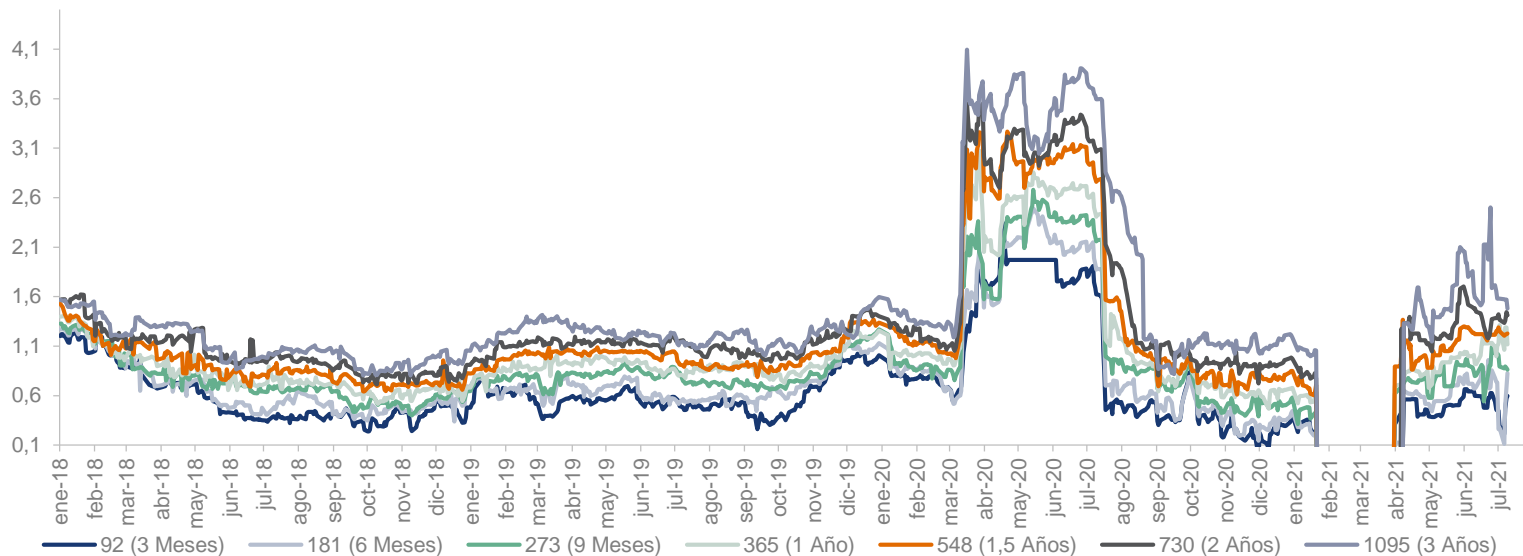
- Los papeles indexados al IPC lucen como una opción más rentable de corto plazo versus papeles en UVR teniendo en cuenta el comportamiento que pueden tener las inflaciones mensuales en los próximos 3-4 meses. Consideramos que en los portafolios es prudente mantener exposición al indicador en forma de cobertura y combinado con IBR's de 1,5 a 3 años.

Fuentes: Bloomberg, Banco de la Republica, Cálculos Propios



## Deuda Corporativa | Seguimos subordinando este activo aún cuando reconocemos algunas oportunidades

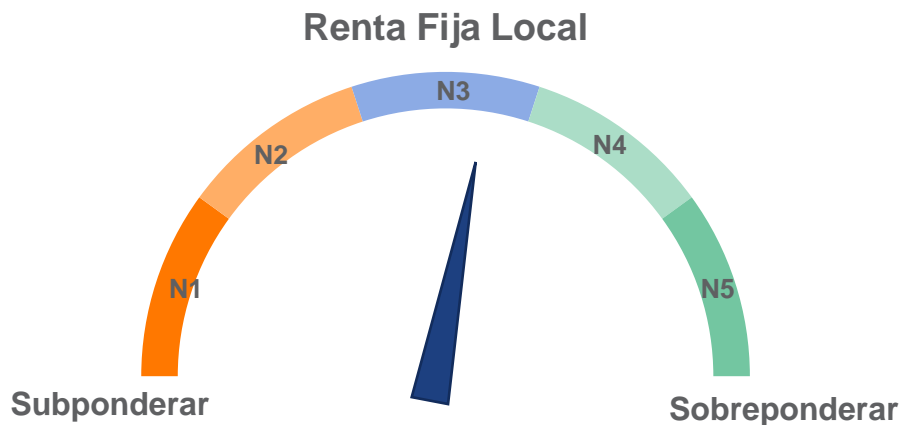
IBR AAA Comportamiento Histórico





- Consideramos que en los portafolios es prudente mantener exposición al IBR en forma de cobertura, recomendamos exponerse al indicador en un plazo de 1,5 a 3 años en medio de lo que puede sugerir la curva swap en IBR sobre una senda de política monetaria iniciando en el último trimestre de este año.

Fuentes: Bloomberg, Banco de la Republica, Cálculos Propios

# Resumen I Posicionamiento



			N1	N2	N3	N4	N5
 Renta fija local Deuda Pública	Tasa fija	Corto plazo					
		Mediano plazo					
		Largo plazo					
	UVR	Corto plazo					
		Mediano plazo					
		Largo plazo					
 Renta fija Local Deuda Corporativa	IBR	Corto plazo					
		Mediano plazo					
	DTF	Corto plazo					
		Mediano plazo					
	IPC	Corto plazo					
		Mediano plazo					
Tasa fija	Corto plazo						
	Mediano plazo						
	Largo plazo						

**¡GRACIAS!**



# Contáctanos



[estrategiaitaucomisionista@itau.co](mailto:estrategiaitaucomisionista@itau.co)



[www.itau.co](http://www.itau.co)



## Estrategia



**Camilo Díaz**  
Renta Fija Local



**Valeria Alvarez**  
Renta Variable Local



**Camila Rodriguez**  
Divisas



**Juan Flechas**  
Mercado Local



**Keren Baez**  
Estrategia



## Productos

Trader al Día

Monitor de divisas

Diario Accionario

Perspectiva semanal

Informe semanal RFI

Outlook Semestral

Comité Semanal

#### Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú CorpBanca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación 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; (b) Este reporte ha sido preparado por funcionarios designados del área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A., y no compromete el criterio de Itaú BBA y de ninguna otra de las compañías del Grupo Empresarial Itaú; (c) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú, incluida Itaú Comisionista de Bolsa S.A.; (d) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (e) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (f) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

#### Rating:

Las sugerencias generales que se presentan en este reporte frente a activos o emisores particulares se rigen bajo el siguiente criterio:

- Comprar: Cuándo se espera que la acción tenga un desempeño mejor que el promedio de mercado
- Mantener: Cuando se estima que el desempeño de la acción esté en línea con el desempeño de mercado
- Vender: Cuándo se espera que la acción tenga un desempeño por debajo del promedio de mercado.

Es importante mencionar que el rating representa la evaluación del desempeño de la acción en el mediano plazo (1 año) por parte del analista designado. Sin embargo, este rating puede ser revisado en cualquier momento del tiempo, basándose en acontecimientos puntuales que puedan impactar el precio final de la acción.

#### Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itau Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú CorpBanca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación 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; (b) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú; (c) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (d) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (e) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Es posible que esta publicación incluya información y/o sugerencias frente a activos o emisores que también son abordados en informes de Itau BBA. En este caso, se aclara que la información contenida en el presente documento corresponde a estrategias tácticas de corto plazo, que no constituyen un cambio de la perspectiva estructural que presenta Itaú BBA en sus informes. El presente documento debe entenderse de forma armónica con los demás documentos que publica Itaú BBA, y las demás compañías del Grupo Empresarial Itaú.