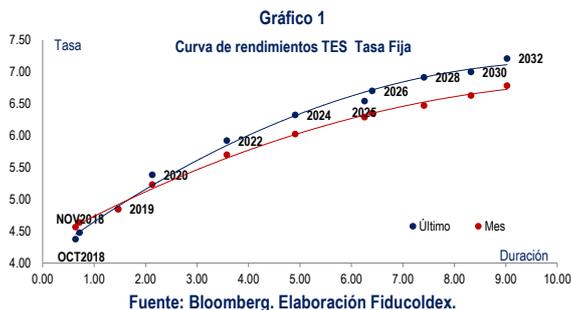


La pendiente de la curva ha aumentado alrededor de 30 pbs:

La curva de Títulos de Tesorería del Gobierno colombiano (TES) se ha empujado considerablemente en el último mes, mostrando caídas de 5 puntos básicos (pbs) en las tasas del tramo corto, e incrementos de 26 y 40 pbs en las tasas de los nodos de mediano y largo plazo de la curva, respectivamente (Gráfico 1). Este comportamiento ha estado asociado a 3 factores principales: i) una caída del 8% en el precio del petróleo WTI en el último mes; ii) una mayor aversión al riesgo país a causa del ruido que genera las elecciones presidenciales; y iii) una expectativa de menor liquidez mundial a raíz de los recientes pronunciamientos de los principales Bancos Centrales.

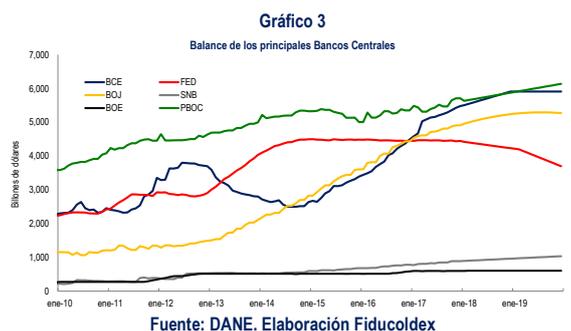


Pese a que el precio del petróleo se encuentra cotizando alrededor de 60 dólares por barril, niveles que no alcanzaba sostenidamente desde 2014, el precio durante el último mes ha perdido cerca de 5 dólares. Esto sería consecuencia del aumento de la producción y de los inventarios de petróleo en EEUU, lo cual anticipa una mayor oferta de crudo a nivel mundial. Realizando una regresión entre el precio del petróleo y el Título de Tesorería vencimiento en julio de 2024 (TES2024), encontramos que con una cotización de 61 dólares por barril (precio actual), la tasa del papel debería ubicarse en niveles del 6.12%, por lo que el alza reciente de las tasas de los TES2024 hasta niveles del 6.34% obedecería a factores adicionales al precio del crudo.



Con respecto al riesgo país, este se ha estado incrementando a raíz de las recientes encuestas de intención de voto, que señalan el favoritismo de algunos candidatos que podrían cambiar sensiblemente el manejo macroeconómico del país. Si bien no se descarta esta posibilidad, calificadoras como Fitch Ratings han señalado que es improbable que en 4 años se logre modificar significativamente la dirección de la política económica, la cual ha garantizado durante los últimos años la confianza del inversionista internacional. Compartimos estas apreciaciones y consideramos que el estrés actual en el mercado de renta fija a causa del riesgo político se desvanecerá en 2S18.

En cuanto a la liquidez mundial, recientes afirmaciones de los Banqueros Centrales apuntan a que en 2018 la Fed estará retirando aproximadamente 200 mil millones de dólares del mercado, y que el BCE, el BoJ y el BoE estarán cerca de finalizar sus programas de compras de activos (Gráfico 3). Adicionalmente, se espera que la Fed aumente de 3 a 4 veces su tasa este año. De esta forma, el panorama de liquidez mundial se expone a un cambio importante en 2018, lo cual se ha visto reflejado en pérdidas en la deuda soberana a nivel mundial.



Vale la pena anotar que pese a que recientemente Standard and Poor's

nos redujo la calificación crediticia de BBB a BBB- y Moody's nos rebajó la perspectiva a negativa, aunque nos mantuvo la calificación en BBB, la deuda colombiana aparentemente ya cotiza como un bono BBB-. En efecto, a nivel de tasa y de CDS la deuda colombiana cotiza más similar a un Tesoro de Indonesia, cuya calificación es BBB-, que a un Tesoro de Tailandia, cuya calificación es BBB. Esto representando en un tasa de la referencia a 10 años de Colombia cotizando alrededor del 6.93% (Gráfico 4) y con un CDS a 5 años en 105 puntos (Gráfico 5). De esta forma, ruidos adicionales con respecto a la calificación soberana no deberían estresar en mayor medida los papeles colombianos.

Bajo este contexto, la pregunta radica en hasta qué punto seguirán al alza las tasas de los TES. Es importante recalcar que actualmente los mayores jugadores del mercado son los Fondos Extranjeros (*offshore*). Para el *offshore* el determinante para decidir comprar un título colombiano radica en la tasa de compra y el tipo de cambio al cual cambian sus dólares, prefiriendo niveles altos para ambos. Realizando un análisis de Z-Spread a 12 meses sobre los TES2024 encontramos que actualmente estos títulos ya se encuentran a unas tasas de interés relativamente justas frente a su promedio de los últimos 12 meses (0.5 desviaciones estándar sobre la media), en niveles que históricamente han sido atractivos para la compra. Sin embargo, estos niveles fueron atractivos para la compra en la medida que estuvieron acompañados por una tasa de cambio en niveles altos, a más de 1 desviación estándar de la media, en contraste con la lectura actual donde el tipo de cambio se encuentra relativamente bajo (-1 desviación estándar con respecto a la media) (Gráfico 6).

Así, combinando estos dos Z-Spread (tipo de cambio y TES2024) encontramos que el Z-spread cruzado se sitúa actualmente en -0.2 desviaciones estándar sobre la media. Teniendo en cuenta que creemos que las tasas de rentabilidad de la deuda colombiana siguen siendo atractivas para el *offshore* y que el país como emisor este año tendrá unos fundamentales más fuertes, consideramos que estos jugadores del mercado no consideraran entrar al mercado hasta que por lo menos este indicador se sitúe entre 0.5 y 1 desviaciones estándar sobre la media, lo cual se alcanzaría con una mayor subida en las tasas de los TES2024 hacia niveles del 6.45% o con una mayor tasa de cambio hacia niveles de 2950 pesos. Teniendo en cuenta estas consideraciones, creemos que la tasa de cambio debería aumentar hasta niveles de 2950 pesos y la curva de TES debería seguir empujándose en el corto plazo.



Dirección de Estrategia de Inversiones

Para mayor información: estrategia.analisis@fiducoldex.com.co

Ludwig Cubillos V.

Director de Estrategia de Inversiones
Tel. (+51) 3275500 - ext. 1242

Andrés Naveros S.

Profesional de Estrategia de Inversiones
Tel. (+51) 3275500 - ext. 1349

Disclaimer:

Los datos e información aquí plasmados no deberán interpretarse como una asesoría, recomendación o sugerencia de parte nuestra para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios, razón por la cual el uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad del usuario. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren son puramente informativos, y no constituyen una oferta ni una demanda en firme para la realización de transacciones.