

Durante el último año la curva de rendimientos de los Títulos de Tesorería del Gobierno Colombiano en Tasa Fija (TES) se ha valorizado consecutivamente, impulsada por 3 factores principales: i) la reducción de 250 pbs que realizó en la tasa de intervención el Banco de la República (Tasa Repo); ii) las compras que siguen realizando los Fondos Extranjeros (*offshore*) (Gráfico 1); y iii) la recuperación del 39.8% en el precio del petróleo. Así, solo durante los últimos 6 meses el nivel de la curva se redujo en promedio 51 pbs, con valorizaciones de 83 pbs en el nodo corto, 50 pbs en la parte media y 20 pbs en el tramo largo (Gráfico 2).

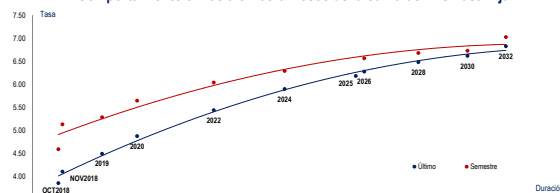
Gráfico 1
Variación mensual de las tenencias de TES de los Fondos de Capital Extranjero



Fuente: Bloomberg. Elaboración Fiducoxlex.

De esta forma, si bien los riesgos de una desvalorización inesperada de la curva se han mantenido y algunos se han materializado, los TES no han reaccionado bajo la lógica esperada y, por el contrario, los repuntes en los rendimientos han sido más bien oportunidades de compra. Actualmente, el panorama no ha cambiado, y aunque las expectativas sugieren que en el corto plazo (1 a 2 meses) la curva debería empujarse, con desvalorizaciones moderadas en la parte larga y relativa estabilidad en la parte corta, creemos que este estrés nuevamente sería una oportunidad de tomar posiciones y no un cambio de tendencia.

Gráfico 2
Comportamiento en los últimos 6 meses de la curva de TES Tasa Fija



Fuente: Bloomberg. Elaboración Fiducoxlex.

En efecto, la estabilidad de la parte corta la sugieren las expectativas de tasa Repo, las cuales predicen que estamos llegando al fin del ciclo expansivo de política monetaria. Las perspectivas del promedio del mercado muestran que la tasa terminal del ciclo estaría en 4.25%, lo que implica una disminución adicional de 25 pbs que se materializaría en la reunión de abril. Nosotros somos menos optimistas y creemos que la autoridad monetaria llevará la tasa hasta el 4%, con un descenso adicional de 25 pbs en junio (Gráfico 3). De cualquier forma, esto implica que el potencial de valorizaciones en el tramo corto de la curva es muy limitado.

Gráfico 3
Proyecciones de Tasa Repo



Fuente: Fiducoxlex

En cuanto al nodo de mediano plazo de la curva, consideramos que las tasas están en niveles justos, aunque nuestras métricas sugieren que los títulos estarían relativamente caros frente a sus comprables. El título representativo de este tramo, los TES2024 (duración de 4.78 años), se negocia actualmente en alrededor de -1.5 desviaciones estándar con respecto a su media, por lo que el modelo de regresión a la media sugiere que estaría relativamente caro y que debería tender nuevamente a acercarse a su promedio (Gráfico 4). Por otra parte, el modelo de títulos comprables latinoamericanos, que promedia las tasas de negociación de los títulos de tesorería brasileños 2025, mexicanos 2024, peruanos 2023 y chilenos 2024 y los comparará con los TES2024, también sugiere que estos títulos estarían rezagados frente al incremento en las tasas de la deuda latinoamericana en las últimas semanas (Gráfico 5).

Gráfico 4
Modelo de regresión a la media TES2024



Fuente: Bloomberg. Elaboración Fiducoxlex

Con respecto a la parte larga, el nodo luce con poco potencial de valorizaciones en el corto plazo (1 a 2 meses). En primer lugar, los Tesoros Americanos a 10 años nuevamente volvieron a buscar el 3%, lo cual ha estado presionando al alza las tasas de los TES (Gráfico 6). En adición, el precio del petróleo WTI, el cual se sitúa en 68 dólares por barril (dpb), parece estar agotando su impulso y su posibilidad de crecimiento está siendo lastrada por el rápido incremento de la producción de *fracking* en EEUU. Así, las estimaciones sugieren que su precio estaría cayendo ligeramente en los próximos meses. En

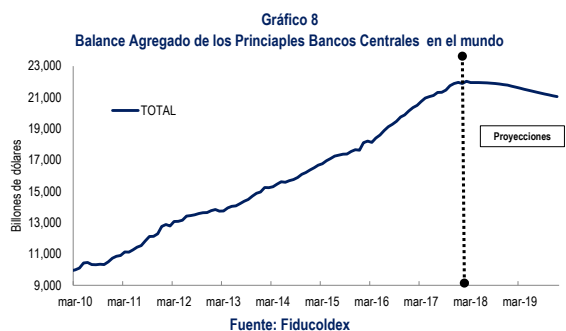
efecto, los futuros del crudo WTI predicen que a cierre de 2T18 el petróleo estaría negociándose en 67.8 dbp, en 3T18 a 67.2 dbp y en 4T18 a 65.5 dbp. Así, realizando un análisis de regresiones dinámicas entre el precio del WTI y los TES2028 (la referencia representativa de la parte larga), las estimaciones sugieren que con estos precios del crudo el TES2028 debería cotizar en 6.42% en 2T18, 6.45% en 3T18 y 6.54% en 4T18. De esta forma, el precio durante el año no estaría muy lejos del 6.46% de cotización actual. Sin embargo, vale la pena anotar que en el caso que EEUU nuevamente apruebe sanciones económicas sobre Irán, el precio del crudo WTI podría buscar los 70 dbp, lo cual inmediatamente pondría presiones a la baja sobre las tasas de la parte larga.

Por otra parte, analizando nuestros comprables parecemos estar relativamente caros frente a Indonesia, país con el cual compartimos calificación de BBB en Moody's, BBB- en S&P y BBB en Fitch. En efecto, cotejando nuestros bonos a 10 años con los bonos indonesios de igual vencimiento, el Spread se ha incrementado (Gráfico 7), lo que implica que nuestros bonos se han valorizado mientras que los bonos indonesios se han desvalorizado. Esto resulta un poco contradictorio teniendo en cuenta que Moody's mejoró la calificación de Indonesia el pasado 13 de barril de BBB- a BBB.

Bajo todo este contexto, reiteramos que consideramos que actualmente el potencial de valorizaciones de los TES de la parte larga de la curva también es muy limitado en el corto plazo (1 a 2 meses), aunque sostenemos que aumentos en las tasas de la parte larga de la curva en el corto plazo serían oportunidades de tomar posiciones y no un cambio de tendencia. Esto estaría fundamentado en 2 argumentos: primero, los Tesoros mantiene una resistencia muy fuerte al 3.05%, lo cual se asocia a la materialización de 3 subidas de la tasa de la Reserva Federal (Fed) en 2018 y 2019, y una recesión económica a partir de 2020. Siempre y cuando la Fed no cambie su pronóstico a 4 aumentos de tasas este año, los tesoros deberían seguir respetando este nivel.

Segundo, creemos que la liquidez mundial seguirá siendo supremamente amplia en 2018, por lo que lo que las presiones en la liquidez no deberían estresar a los activos emergentes en los próximos 6 meses. Nuestras estimaciones sugieren que la liquidez mundial se empezaría a moderar a un ritmo destacado solo hasta el 2019 (Gráfico 8), cuando la Fed este reduciendo sus reinversiones en montos de 50 mil millones de dólares mensuales, se suspendan las compras del Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra (BoE) y del Banco de Japón (BoJ).

Con una liquidez relativamente sin cambios y unos Tesoros que no rompan el 3.05% en el mediano plazo (2 – 6 meses), posibles aumentos en las tasas de los TES más largos probablemente no impliquen un cambio de tendencia. No obstante, en un horizonte mayor a 6 meses, el panorama no es del todo claro, pues la materialización de riesgos con una probabilidad no despreciable de ocurrencia, como un aumento significativo del lenguaje *hawkish* (contractivo en términos de política monetaria) por parte de los principales Bancos Centrales o una nueva caída de los precios del petróleo hasta los 50 dbp, si podrían desencadenar ventas significativas en el tramo largo de la curva.



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 y Análisis Económico
Tel. (+51) 3275500 - ext. 1349

Disclaimer:

El contenido de la presente comunicación o mensaje 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 los modifiquen, sustituyan o complementen.