



23 de marzo de 2010

Implicaciones de la curva de rendimientos en la coyuntura actual

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos
Vicepresidente Económico
+57 1 3266634
dcastellanos@asobancaria.com

Resumen. Desde finales de 2008 la curva de rendimientos de la deuda pública en Colombia se desplazó hacia abajo y se empinó. El desplazamiento en sentido descendente fue consecuencia de una caída de las tasas de interés de todos los plazos. A su vez, el empinamiento resultó de un descenso mayor en las tasas de los plazos cortos que en las de los largos. En el último trimestre la curva detuvo su desplazamiento hacia abajo. En conjunto, estos movimientos fueron consecuencia de la recesión, de la ausencia de presiones inflacionarias y del relajamiento de la política monetaria.

El empinamiento de la curva de rendimientos es normal en épocas de desaceleración. Pero sugiere, además, que el mercado cree que la inflación en 2009 fue anormalmente baja y que teme que aumentará en el mediano plazo. Los agentes no esperan, por tanto, reducciones adicionales de las tasas de interés. Por eso la curva ya no se desplaza hacia abajo. Las noticias fiscales -tanto nacionales como internacionales- han generado inquietud, reforzando el empinamiento. Además, los agentes domésticos intuyen que la economía colombiana está saliendo de la recesión.

Que se haya detenido el descenso de la curva indica que la posibilidad de hacer utilidades por la valorización de los activos financieros será menos atractiva. En consecuencia, para mantener su rentabilidad los intermediarios deben pensar nuevamente en reactivar la cartera. La autoridad monetaria, a su vez, deberá hacer una transición suave a una postura menos expansiva, que no resulte traumática para el valor de los activos. El Banco debe considerar, en consecuencia, un aumento muy gradual de sus tasas de interés, manteniendo las actuales durante el mayor tiempo posible.

La colocación de bonos de deuda privada resultó favorecida por la coyuntura de bajas tasas de interés. Falta ver si esa dinámica se consolida en un contexto en el cual no es razonable esperar reducciones adicionales de las tasas. Sería deseable, porque sugeriría una mayor madurez del sistema financiero.

Calendario de Eventos

Fecha	Evento	Ciudad	Lugar
20 y 21 de Mayo	XXII Simposio Mercado de Capitales	Medellín	Hotel Intercontinental
17 y 18 de Junio	I Congreso de Educación Financiera y Transparencia y la Información	Bogotá	Hotel Cosmos 100
29 y 30 de Julio	X Congreso Panamericano de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo	Cartagena	Hotel las Américas
26 y 27 Agosto	XLV Convención Bancaria 2010, XVIII Muestra de Productos y Servicios para el Sector Financiero	Cartagena	Centro de Convenciones
16 y 17 de Septiembre	XIII Congreso de Tesorería	Cartagena	Hotel Hilton
14 y 15 de Octubre	IV Congreso de Prevención del Fraude y Seguridad	Bogotá	Hotel Cosmos 100
28 y 29 de Octubre	IX Congreso de Derecho Financiero	Cartagena	Hotel Hilton
18 y 19 de Noviembre	IX Congreso de Riesgo Financiero	Cartagena	Hotel las Américas
2 y 3 de Diciembre	Foro de Vivienda	Bogotá	Hotel Cosmos 100

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a avesga@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

Implicaciones de la curva de rendimientos en la coyuntura actual

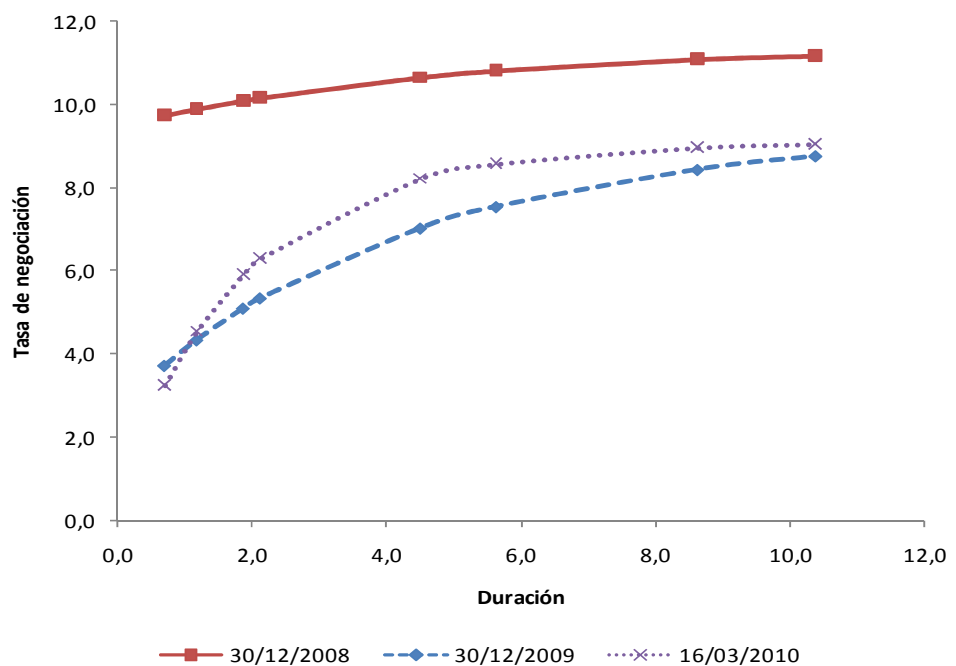
Daniel Castellanos
Miguel Medellín
Andrés Castro

La curva de rendimientos está formada por las tasas de interés a diversos plazos de un instrumento financiero, en nuestro caso la deuda pública. En la medida en que su evolución es una caracterización de las expectativas de los agentes, la interpretación de su comportamiento es un ejercicio que puede arrojar resultados interesantes en la coyuntura actual.

Una tasa de interés de largo plazo se puede entender como la suma de un conjunto de tasas de corto plazo. Por lo tanto, una curva de rendimientos con pendiente positiva señala que los agentes esperan que las tasas de interés de corto plazo suban en el futuro. En contraste, una pendiente negativa sugiere que ellos esperan que estas tasas caigan más adelante.

El gráfico 1 muestra la evolución de la curva de rendimientos desde finales de 2008. En este período la curva se desplazó hacia abajo como consecuencia de una caída de las tasas de interés de todos los plazos. Además, se empinó debido a que el descenso en las tasas de los plazos cortos superó a la disminución en las de los largos. Solo en el último trimestre la curva no tendió a desplazarse hacia abajo. En conjunto, estos movimientos fueron consecuencia de la desaceleración de la economía, de la ausencia de presiones inflacionarias y de la política monetaria resultante. Para combatir la recesión, el Banco de la República redujo sus tasas de interés en 650 puntos básicos desde finales de 2008, con un efecto mayor en las tasas cortas que en las largas.

Gráfico 1: Curva de rendimientos de la deuda pública (%)

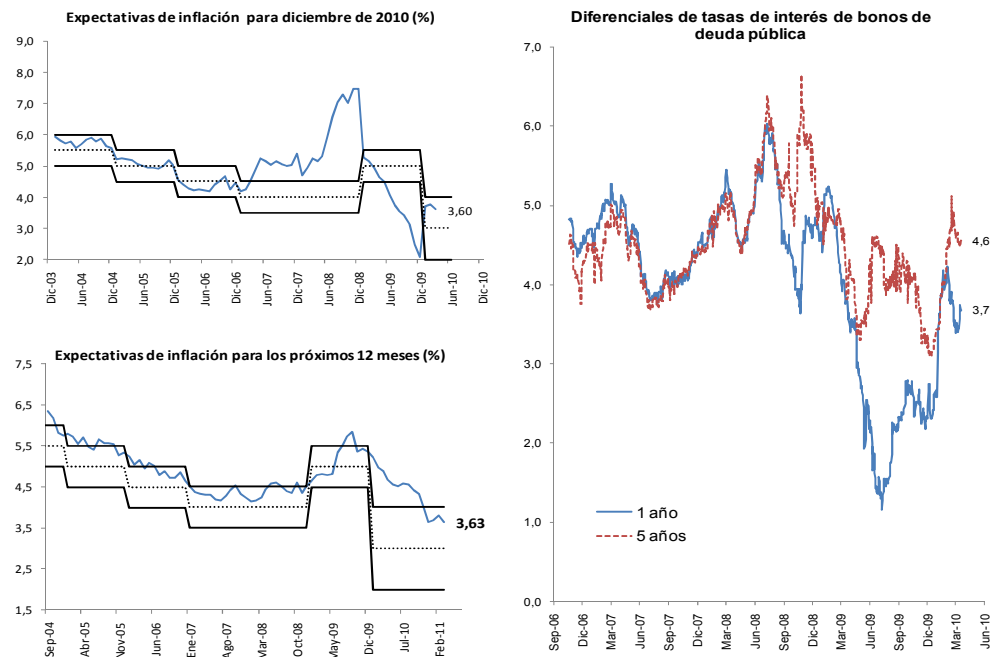


Fuente: MEC-BVC — Cálculos: Asobancaria

El empinamiento de la curva de rendimientos es normal en épocas de desaceleración. De alguna manera, la gente intuye que las tasas de interés del Banco de la República están anormalmente bajas hoy y que, cuando la economía se recupere, deben subir. No obstante, detrás del empinamiento de la curva de rendimientos hay fenómenos interesantes que vale la pena resaltar.

La curva capta las expectativas de los agentes sobre las tasas de interés de corto plazo. Además, éstas recogen las expectativas de inflación. Se puede decir, por tanto, que una parte del empinamiento se debe a que los agentes no creen que la reducción de la inflación en 2009 –cuando cayó a 2%– sea permanente. Esto se puede chequear de dos maneras. La primera es por medio de las encuestas que se realizan a los analistas. Estas muestran que la inflación esperada para fin de 2010 y para los próximos 12 meses está alrededor de 3,6%, arriba del 2% observado en 2009, pero todavía dentro del rango meta del Banco de la República (2% - 4%) (ver gráfico 2). La segunda es el diferencial entre los tipos de interés en el mercado secundario de los títulos de deuda pública con tasas fijas y con tasas atadas a la UVR. La inflación esperada a un año según este indicador es similar a la que resulta de las encuestas. A cinco años, sin embargo, los agentes esperan inflaciones ligeramente inferiores al 5%. El empinamiento de la curva de rendimientos refleja, al menos en parte, temores del mercado por una mayor inflación en el largo plazo.

Gráfico 2: Expectativas de inflación (%)



Fuente: Bloomberg-Banco de la República – Cálculos: Asobancaria

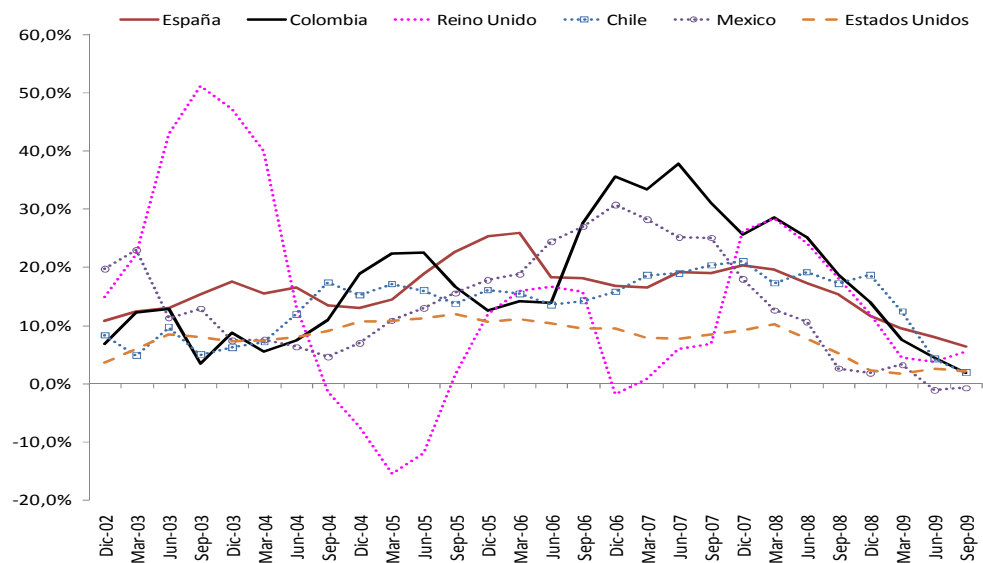
Otra implicación es que la efectividad expansiva de la política monetaria se ha visto limitada. Lo deseable sería que, si el Banco de la República reduce sus tasas, eso se transmitiera en la misma magnitud a toda la estructura de tasas de la economía. Sin embargo, el empinamiento de la curva implica que la transmisión ha ocurrido en menor medida para el largo plazo. Esto indica que los estímulos que la política monetaria

provee en la actualidad se concentran en el corto plazo y llegan en una menor proporción al largo plazo. Por tanto, los incentivos que reciben los agentes para endeudarse o invertir a largo plazo resultan menores. Por esta razón, los subsidios para vivienda que venía otorgando el Gobierno fueron particularmente necesarios como medida anticíclica. Sus efectos están siendo recogidos en la actualidad por la caída en las tasas de los créditos hipotecarios, que ha sido mayor que la de las tasas de los TES de largo plazo. Esto permite que la política de subsidios pueda retirarse sin mayores traumatismos, tanto por razones fiscales como para no crear una burbuja en el mercado inmobiliario.

El mercado no espera reducciones adicionales de las tasas de interés. Por eso la curva de rendimientos ya no se desplaza hacia abajo. Esto se explica, por una parte, por las noticias fiscales, tanto nacionales como internacionales, que han generado inquietud. En el entorno internacional, la incertidumbre proviene principalmente de los países mediterráneos de Europa, especialmente de Grecia, donde se teme una moratoria de la deuda soberana. En el plano doméstico, ha habido alguna preocupación por el deterioro del balance público. Además, los agentes domésticos intuyen que la economía colombiana está saliendo de la recesión.

Que se haya detenido el descenso de la curva sugiere que la posibilidad de hacer utilidades por las valorizaciones de los títulos de deuda pública está llegando a su fin. Este hecho incumbe, en primer lugar, al sistema financiero que, ante el estancamiento de la cartera, había hallado un refugio seguro y rentable en los bonos de deuda pública. Ahora, sin embargo, debe pensar nuevamente en cómo reactivar la cartera. La autoridad monetaria, a su vez, deberá hacer una transición suave a una postura menos expansiva, que no resulte traumática para el valor de los activos. Lo recomendable es que el Banco inicie un aumento muy gradual de sus tasas de interés, manteniendo las actuales durante el mayor tiempo posible.

Gráfico 3: Variación de la cartera en países seleccionados (%)

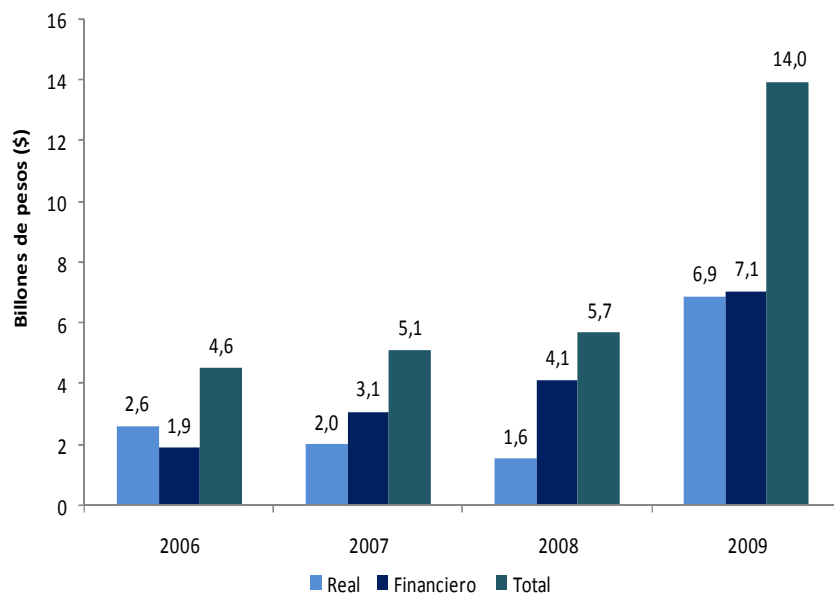


Fuente: FMI — Cálculos: Asobancaria

Como se puede apreciar en el gráfico 3, en Colombia ha habido una pronunciada desaceleración de la cartera. Ese fenómeno no ha sido exclusivo de nuestra economía, sino prácticamente universal. Se espera que la reactivación del crédito empiece en los países emergentes, donde la crisis económica y financiera fue menos severa. En Colombia ya hay síntomas incipientes, pero todavía es demasiado temprano para afirmar que se va a consolidar.

Una tendencia que se afirmó en nuestro país durante 2009 fue el endeudamiento privado por medio de la colocación de bonos. Como se aprecia en el gráfico 4, aproximadamente desde 2007 ocurrió un crecimiento considerable de las colocaciones de deuda privada. El año pasado se emitieron bonos por casi 14 billones de pesos, con una participación creciente de los del sector real. Lo impresionante es que hubo demandas por casi el doble de esa suma. De esta manera se puede concluir que la colocación de bonos se ha vuelto una forma muy atractiva de financiación, tanto para los demandantes como para los oferentes de recursos. Sin lugar a dudas, el dinamismo de esta forma de financiación puede ayudar a compensar y a explicar el estancamiento de las formas de crédito más tradicionales. En Colombia está ocurriendo, pues, una sustitución de la financiación mediante crédito por la emisión de bonos.

Gráfico 4: Emisión de bonos de deuda privada por tipo de colocador



Fuente: BVC

No cabe duda de que la colocación de bonos de deuda privada resultó favorecida por la coyuntura de bajas tasas de interés del año pasado. Falta ver si esa dinámica se mantiene en un contexto en el cual no es razonable esperar reducciones adicionales de las tasas de interés. Sería deseable, porque sugeriría una mayor madurez del sistema financiero.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007		2008		2008				2009				2010	
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.		
PIB Nominal (USD mM)	207.8	242.6	59.8	66.4	63.9	54.2	242.6	49.9	54.2	58.7	55.5	218.3	202.4	
PIB Nominal (COP MM)	432	477	114	117	121	124	477	121	121	126	129	497	526	
PIB per cápita (USD)	4750	5490	1363	1510	1451	1227	5490	1127	1221	1318	1243	4891	4490	
Tasa de Desempleo (%)	10.9	11.0	11.1	11.2	11.0	10.6	11.0	12.9	11.7	12.2	11.3	11.3	...	
Población (millones)	43.8	44.2	43.9	44.0	44.1	44.2	44.2	44.3	44.4	44.5	44.6	44.6	45.1	
Crecimiento Real														
PIB real (% Var. Interanual)	7.5	2.5	-0.4	0.6	0.2	-1.3	2.4	-0.4	-0.5	-0.2	-0.1	-0.3	2.0	
PIB real (% Var. Trimestral anualizada)	...	...	-0.8	0.9	2.0	-5.9	...	0.9	1.9	2.6	-5.6	...	...
Demanda interna (% Var. Interanual)	8.5	3.7	0.5	0.8	1.0	-1.4	3.5	-1.0	-1.9	-1.9	2.6	-0.1	3.3	
Inversión bruta (% Var. Interanual)	13.7	8.8	7.8	9.7	12.6	0.5	7.5	-3.0	-8.0	-10.7	5.9	-2.1	7.6	
Consumo final (% Var. Interanual)	6.9	2.1	3.8	2.7	1.6	1.1	2.3	-0.4	0.1	1.0	4.6	0.5	1.9	
Privado (% Var. Interanual)	7.6	2.3	4.4	2.7	1.7	1.4	2.5	-0.6	-0.1	0.0	-0.5	-0.3	1.8	
Público (% Var. Interanual)	4.5	1.3	1.5	2.6	1.3	-0.1	1.3	0.3	1.0	4.7	7.5	3.6	2.0	
Exportaciones (% Var. Interanual)	11.3	7.2	14.5	9.5	3.4	2.3	7.2	1.3	-5.9	-10.0	-13.1	-4.7	-5.3	
Importaciones (% Var. Interanual)	13.9	9.8	12.8	9.9	8.0	8.7	9.8	-1.5	-10.2	-12.5	1.5	-2.4	2.4	
Precios														
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	5.9	7.2	7.6	7.7	7.7	6.1	3.8	3.2	2.0	2.0	3.0	
Inflación básica (% Var. Interanual)	5.2	5.9	5.1	5.6	5.4	5.9	5.9	5.4	4.5	3.94	2.68	2.7	3.6	
Inflación (IPC, % Var. trimestral)	...	...	3.4	2.5	0.5	1.1	...	1.9	0.3	-0.1	-0.1	...	...
Salarios nominales (% Var. Interanual)	5.7	7.3	6.0	6.3	6.5	2.3	7.3	5.2	5.7	6.2	-1.9	5.9	3.4	
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2002	2234	1822	1832	2175	2234	2234	2561	2159	1922	2046	2046	2200	
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.4	11.6	-15.5	-6.4	8.0	11.6	11.6	40.6	17.8	-1.2	-8.4	-8.4	7.5	
Tipo de cambio real (Var. % interanual)	-1.0	1.8	-4.7	-1.7	2.0	1.8	1.8	15.4	10.0	-7.0	-1.7	-1.7	...	
Sector Monetario														
Base monetaria (% Var. Interanual)	19.9	12.9	7.5	9.4	20.3	14.3	12.9	7.4	8.7	5.2	3.5	8.1	5.3	
M3 (% Var. Interanual)	17.8	15.5	12.6	14.1	16.2	19.1	15.5	10.4	11.7	8.2	6.5	14.1	11.3	
Tasa Banco Central (REPO, fin de per.)	9.5	9.5	9.75	9.75	10.00	9.50	9.5	7.00	4.50	4.00	4.00	4.0	4.5	
Tasa de corto plazo (fin de periodo)	9.01	10.33	9.53	9.92	10.05	10.33	10.3	8.13	4.75	4.25	4.25	4.8	8.0	
Tasa de largo plazo (fin de periodo)	10.3	12.5	11.60	12.50	12.01	12.50	12.5	12.00	11.50	11.00	11.00	7.8	10.5	
Sector Externo														
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.2	-1.9	-2.7	-5.0	-2.8	-1.9	-1.4	-1.1	-1.1	-3.7	-2.7	
Cuenta corriente (USD mM)	-5.8	-6.8	-1.3	-1.3	-1.6	-2.7	-6.8	-1.0	-1.0	-1.4	-4.9	-8.4	-5.4	
Balanza comercial (USD mM)	-0.6	1.0	0.4	1.1	0.3	-1.0	0.8	0.1	0.7	0.3	-3.5	-2.4	1.5	
Exportaciones F.O.B. (USD mM)	29.4	37.1	8.5	10.3	10.1	8.3	37.1	7.5	7.8	8.3	9.0	32.9	38.7	
Exportaciones tradicionales	14.2	20.0	4.6	5.9	5.7	3.8	20.0	3.6	4.2	4.7	5.4	18.0	19.7	
Exportaciones no tradicionales	15.2	17.1	3.9	4.4	4.3	4.5	17.1	3.8	3.7	3.6	3.6	14.9	18.9	
Importaciones F.O.B. (USD mM)	30.1	36.3	8.1	9.2	9.8	9.2	36.3	7.4	7.0	7.9	8.9	31.2	37.1	
Servicios (neto)	-2.6	-3.1	-0.6	-0.7	-0.9	-0.8	-3.1	-0.6	-0.5	-0.7	-1.0	-2.8	-2.4	
Transferencias corrientes (neto)	5.2	5.5	1.3	1.4	1.5	1.4	5.5	1.2	1.1	1.1	1.3	4.6	3.5	
Inversión extranjera directa (USD mM)	9.0	10.6	2.9	2.5	2.6	2.6	10.6	2.3	2.9	1.3	0.5	7.0	6.2	
Términos de intercambio (% Var. Interanual)	2.7	13.3	11.7	12.4	18.0	5.2	13.3	6.1	10.0	3.0	-9.0	-4.1	1.5	
Reservas internacionales (USD mM)	20.9	24.0	22.1	22.8	24.1	24.0	24.0	23.8	23.7	25.1	23.2	23.2	18.0	
Cobertura de las importaciones	7.9	7.9	7.3	7.6	8.0	7.9	7.9	9.5	9.5	9.4	9.3	9.3	5.8	
Sector Público														
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.8	0.9	...	...	...	...	0.9	...	...	...	...	-1.1	-1.2
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3.2	-2.3	0.0	-0.1	-0.8	-1.4	-2.3	-2.7	-0.5	-0.5	-0.4	-4.1	-4.5	
Bal. primario del SPC (% del PIB)	...	-0.1	...	...	...	...	-0.1	...	...	...	...	-2.4	0.1
Bal. del SPC (% del PIB)	-0.6	-0.1	0.6	0.8	0.5	-2.0	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-2.7	-3.7	
Ingresos del Gobierno Central (% del PIB)	18.1	15.7	4.2	4.2	3.6	3.7	15.7	3.4	4.1	4.1	4.2	15.6	14.5	
Indicadores de Deuda														
Deuda externa bruta (% del PIB)	21.4	18.9	18.4	18.5	18.5	18.9	18.9	20.2	20.0	22.1	...	24.1	25.0	
Pública (% del PIB)	13.8	12.2	12.0	11.9	11.6	12.0	12.0	13.2	13.4	15.1	...	16.3	13.0	
Privada (% del PIB)	7.7	6.9	6.4	6.6	6.9	6.9	6.9	7.0	6.6	7.0	...	7.8	12.0	
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36.5	36.4	34.8	34.4	35.2	36.4	36.4	38.5	36.6	35.3	...	43.2	...	
Interna (% del PIB)	25.5	24.9	24.9	24.3	24.3	24.9	24.9	24.9	25.0	24.7	...	31.0	...	
Externa (% del PIB)	11.0	11.5	9.9	10.1	10.9	11.5	11.5	13.5	11.6	10.5	...	12.2	...	
Amortizaciones d externa (USD mM)	6.7	5.1	2.1	0.9	1.0	1.0	5.1	1.5	1.5	1.5	1.5	5.8	...	
Pagos intereses de la d externa (USD mM)	2.8	2.9	0.8	0.7	0.7	0.7	2.9	0.8	0.8	0.8	0.8	3.1	...	
Servicio d externa (% X de bns. y svcs.)	30.9	21.5	33.3	15.1	16.2	20.2	21.5	29.0	24.3	24.3	24.3	24.3	...	
Servicio d externa pública (% X de bns. y svcs.)	16.0	12.4	24.2	7.0	9.3	8.6	12.4	14.4	12.0	12.0	12.0	12.0	...	
Servicio d externa pública (% del PIB)	2.4	1.9	3.6	1.1	1.5	1.4	1.9	2.2	2.0	1.9	2.0	2.0	...	
Balance Ahorro-Inversión														
Ahorro (% del PIB)	23.2	24.8	24.9	25.7	26.0	22.5	24.8	23.2	23.5	23.8	22.1	22.9	24.7	
Inversión (% del PIB)	26.0	27.6	26.9	27.6	28.6	27.4	27.6	26.7	27.4	27.3	26.0	26.9	27.4	
Remesas de los Trabajadores (USD mM)	4.5	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	5.0	

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

Colombia. Estados financieros*

	Feb-10 (a)	Ene-10	Feb-09 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	207.992	206.687	192.209	6,0%
Disponible	18.574	17.860	14.687	23,9%
Inversiones	44.635	45.657	37.484	16,6%
Cartera Neta	123.609	122.532	120.318	0,6%
Consumo Bruta	35.945	35.724	34.658	1,6%
Comercial Bruta	79.892	79.128	78.740	-0,6%
Vivienda Bruta	11.070	10.975	9.992	8,5%
Microcrédito Bruta	3.597	3.581	2.996	17,6%
Provisiones**	6.895	6.877	6.068	11,3%
Consumo	2.637	2.634	2.549	1,3%
Comercial	3.773	3.758	3.065	20,6%
Vivienda	334	337	331	-1,1%
Microcrédito	152	147	123	20,4%
Otros	21.173	20.639	19.721	5,2%
Pasivo	180.776	180.198	169.735	4,3%
Depósitos y Exigibilidades	143.240	141.035	135.536	3,5%
Cuentas de Ahorro	69.959	67.945	59.342	15,5%
CDT	43.095	42.585	49.489	-14,7%
Cuentas Corrientes	25.465	25.467	22.312	11,8%
Otros	4.720	5.038	4.392	5,3%
Otros pasivos	37.536	39.164	34.199	7,5%
Patrimonio	27.216	26.489	22.474	18,6%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	648	222	767	-17,2%
Ingresos por intereses	2.636	1.333	3.469	-25,6%
Gastos por intereses	865	447	1.661	-49,0%
Margen neto de Intereses	1.767	884	1.806	-4,1%
Ingresos netos diferentes de Intereses	965	339	1.436	-34,2%
Margen Financiero Bruto	2.732	1.224	3.242	-17,5%
Costos Administrativos	1.414	686	1.510	-8,3%
Provisiones Netas de Recuperación	258	110	558	-54,7%
Margen Operacional	1.060	428	1.174	-11,6%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	4,20	4,12	4,20	0,00
Consumo	6,88	6,69	7,88	-1,00
Comercial	2,92	2,87	2,44	0,47
Vivienda	4,14	4,19	4,56	-0,42
Microcrédito	6,23	5,94	6,73	-0,50
Cubrimiento**	125,69	129,01	114,21	11,48
Consumo	106,58	110,15	93,31	13,27
Comercial	161,95	165,78	159,33	2,61
Vivienda	72,96	73,34	72,62	0,34
Microcrédito	67,61	69,32	61,09	6,52
ROA	2,15%	2,17%	2,51%	-0,4%
ROE	17,38%	17,69%	22,23%	-4,9%
Solvencia	N.D.	15,24%	14,07%	N.D.

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

*Datos mensuales a enero de 2009 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones