

Análisis y perspectivas del mercado de TES en un contexto económico y político cambiante

- Desde 2009 los principales Bancos Centrales han implementado medidas de política monetaria expansiva, tanto convencionales como no convencionales, con el fin de dinamizar sus economías. Esto produjo una holgada liquidez global que ha favorecido a los mercados emergentes. Sin embargo, el contexto internacional actual plantea la posibilidad de retomar la normalización monetaria. En efecto, tanto Japón como la Unión Europea ya han expresado su intención de iniciar planes de normalización tan pronto como sus condiciones económicas internas muestren mejores visos. Por su parte, Estados Unidos, que se ha adelantado al proceso, ha emprendido a través de la FED una política de aumentos de tasas de interés y ha hecho explícito su deseo de reducir la compra de activos y con ello su hoja de balance.

- Si bien el comportamiento de los TES en los últimos años ha venido respondiendo a la holgada liquidez global y a la reducción de las primas de riesgo de los países emergentes, durante la segunda parte de 2017 la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública presentó un empinamiento importante. La política monetaria expansiva así como la incertidumbre asociada a la sostenibilidad de las finanzas públicas, está última agudizada tras la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) en junio de 2017, contribuyeron a insertar volatilidad en los mercados. En lo corrido de 2018 el empinamiento se ha acentuado levemente en medio de la continuidad de la postura monetaria y el incremento de las tasas de interés de los bonos del tesoro asociado al debilitamiento de la posición fiscal en Estados Unidos.

- En 2018, las decisiones que tomen los bancos centrales de los países desarrollados sobre la normalización monetaria determinarán el comportamiento de los títulos de deuda colombianos. En Asobancaria estimamos que un incremento en la tasa de interés de la FED en 1% se transmitirá casi que de forma directa en el mercado local y una disminución en 1% de la hoja de balance causaría una desvalorización, particularmente en los tramos medios-largos de la curva de TES, de entre 10pb-40pb. A nivel interno, la evolución de la demanda agregada, la persistencia del anclaje de las expectativas inflacionarias y el proceso electoral serán también determinantes en la dinámica de los mercados.

- El panorama para el mercado, sin duda retador, exigirá que el nuevo Gobierno plantee y tramite las inaplazables reformas tendientes a incrementar el recaudo, reducir el gasto público, incrementar la productividad y hacer modificaciones de índole estructural al sistema de pensiones. Solo de esta manera el ejecutivo dará visos claros sobre su compromiso con el cumplimiento de las metas de déficit fiscal y contribuirá a (i) mitigar la incertidumbre en los agentes del mercado, (ii) fortalecer las bases de una estabilidad macroeconómica que le permita al país conservar el grado de inversión y (iii) dinamizar el tránsito hacia sendas de crecimiento sostenibles.

2 de abril de 2018

Director:

Santiago Castro Gómez

ASOBANCARIA:

Santiago Castro Gómez
Presidente

Jonathan Malagón
Vicepresidente Técnico

Germán Montoya
Director Económico

Para suscribirse a Semana Económica, por favor envíe un correo electrónico a semanaeconomica@asobancaria.com

Visite nuestros portales:

www.asobancaria.com
www.yodecidomibanco.com
www.sabermassermas.com

Edición 1130

Análisis y perspectivas del mercado de TES en un contexto económico y político cambiante

El valor de los títulos de la deuda soberana (TES) a través del tiempo, reflejado en la curva de rendimientos, se encuentra en función de la política monetaria, los fundamentales macroeconómicos y la liquidez de los mercados, factores que en conjunto afectan la oferta y demanda de este tipo de títulos. Si bien en los dos últimos lustros diversos factores han influido en la dinámica de los mercados financieros, han sido las holgadas condiciones de liquidez global y los diferenciales de tasas de interés a favor de los activos emergentes los que permitieron generar valorizaciones importantes en los mercados de renta fija local. Las diversas medidas de política monetaria de las principales economías desarrolladas, tanto convencionales como no convencionales, y que alimentaron este dinamismo, terminaron no solo favoreciendo la financiación del gasto público sino impulsando la profundización del mercado de capitales, la mayor oferta de crédito privado y atenuando los efectos generados por una cuenta corriente deficitaria.

Sin embargo, el proceso de ajuste que ha venido experimentando la actividad productiva a partir del choque en los términos de intercambio del periodo 2014-2015, sumado a (i) el desanclaje de las expectativas inflacionarias, (ii) la incertidumbre en materia de sostenibilidad de las finanzas públicas y (iii) la profundización de los déficit de cuenta corriente y fiscal, han insertado volatilidad en los mercados locales y generado empinamientos importantes en las curvas de rendimiento locales. En este escenario, el análisis de los factores que podrían generar cambios en esta tendencia, tanto locales como externos, es desde luego hoy un imperativo desde la óptica de la gestión y monitoreo de riesgos.

Esta semana económica hace un análisis sobre el estado de la liquidez global, uno de los factores que ha dinamizado en mayor grado el mercado de títulos soberanos, y describe los movimientos de la curva de rendimientos en los últimos años. Así mismo, plantea perspectivas de corto plazo y presenta estimaciones relativas para el mercado de TES ante cambios en la política monetaria en países desarrollados. Finaliza con algunas consideraciones importantes sobre los riesgos y desafíos en el corto y mediano plazo.

Una liquidez persistente

Luego de la crisis financiera de 2008, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas comenzaron la implementación de un conjunto de medidas

Editor

Germán Montoya
Director Económico

Participaron en esta edición:

Oliver Pardo
Carlos Alberto Velásquez
María Paula Contreras
Camilo Sánchez Quinto



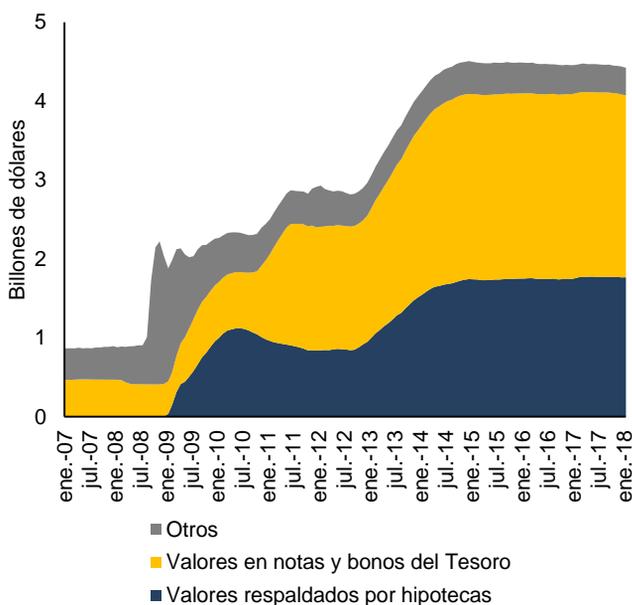
de política monetaria con el fin de reactivar el crecimiento de sus economías. En principio, los bancos centrales recurrieron a la política monetaria convencional y redujeron las tasas de interés a niveles nominales muy cercanos a cero. Sin embargo, durante varios trimestres la debilidad del crecimiento económico se mantuvo y las autoridades monetarias tuvieron que implementar herramientas “no convencionales”.

En efecto, desde el año 2009 hemos visto cómo los Bancos Centrales de Estados Unidos, Europa y Japón han centrado su atención en programas de estímulo monetario (no convencionales), aumentando notablemente sus hojas de balance mediante la compra de activos y en consecuencia proporcionando elevados niveles de liquidez a la economía mundial. Todo ello generó, como bien el mercado anticipó, valorizaciones significativas en los activos de renta fija en países emergentes. En efecto, según cifras del Instituto Financiero Internacional (IIF por sus siglas en inglés), los flujos de capital hacia los países emergentes en 2017 habrían presentado un aumento cercano al 146%, alcanzando niveles cercanos a los USD 20.000 millones.

Luego de un prolongado proceso de ajuste en las economías desarrolladas, se ha venido discutiendo por parte de los analistas y los bancos centrales la necesidad de iniciar la transición hacia la normalización de la política monetaria debido a la distorsión que las medidas no convencionales han generado sobre el valor de los activos. Estados Unidos inició este proceso en 2013 mediante el denominado *taper tantrum*. Posteriormente, la Reserva Federal (FED), impulsada por las mejores condiciones de la actividad económica y el mercado laboral, inició a finales de 2016 una senda de aumentos en la tasa de interés, llevándola de aquellos niveles cercanos a cero en los cuales se ubicó por más de siete años, a los actuales rangos de 1,5%-1,75%. Así mismo, en junio de 2017 la FED anunció la intención de reducir gradualmente su tenencia de activos mediante la fijación de límites para no reinvertir los pagos recibidos por el rendimiento de los títulos en su posesión, lo que ha permitido que, a partir de octubre de 2017, se haya comenzado a evidenciar una leve disminución en el total de activos (Gráfico 1). Cabe resaltar, sin embargo, que si bien la FED espera reducir significativamente su hoja de balance frente a los niveles máximos de USD 4,5 billones, difícilmente esta volverá a los niveles observados antes de la crisis.

En lo que respecta a 2018, el cambio en la presidencia de la FED, sumado a los datos de actividad económica que

Gráfico 1. Activos de la FED



Fuente: FED y elaboración Asobancaria.

han sido revelados en lo corrido del año, han generado cierta incertidumbre en los mercados frente a una posible aceleración en el ritmo de incrementos en las tasa de interés. Aunque el crecimiento económico y el mercado laboral han tenido resultados favorables, la inflación continúa dando señales mixtas. Si bien en 2017 la economía estadounidense creció 2,3% anual, muy por encima del 1,5% registrado en 2016, y el desempleo continuó en niveles mínimos de 4,1%, la inflación se ha mantenido inalterada en los últimos tres meses y continúa por debajo de la meta de largo plazo (2,0%).

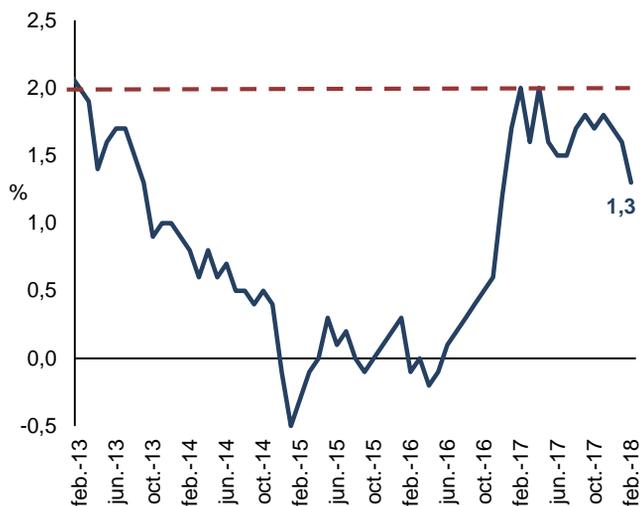
En efecto, en su primer informe al Congreso, Jerome Powell, nuevo presidente de la FED, sugirió que la autoridad monetaria se mantendría por ahora en una senda gradual de incrementos y que los movimientos futuros dependerían principalmente de la evolución de la inflación, que se ha mantenido persistentemente baja. Así las cosas, de acuerdo con las estimaciones de los miembros de la FED, en el 2018 la tasa de interés podría terminar en el rango 2,25% - 2,5%. De mantenerse la gradualidad, los flujos de capital hacia los mercados emergentes no deberían verse afectados de forma significativa.

Por su parte, en Europa y Japón la transición hacia la normalización de la política monetaria sería mucho más

Edición 1130

lenta, toda vez que los resultados en materia de inflación son aún más llamativos. Por un lado, el Banco Central Europeo (BCE) ha confirmado que continuará con su programa de compra de activos por 30 mil millones de euros mensuales hasta septiembre de este año, considerando incluso extenderlo durante parte de 2019 si resulta necesario¹. Si bien los mejores resultados en materia de crecimiento hacen razonable pensar que la autoridad monetaria en Europa tiene menos herramientas para continuar con una política monetaria ampliamente expansiva, la decisión del BCE responde a los bajos niveles de inflación que prevalecen en la zona euro y que en los primeros meses de 2018 se han alejado aún más del 2,0% (Gráfico 2).

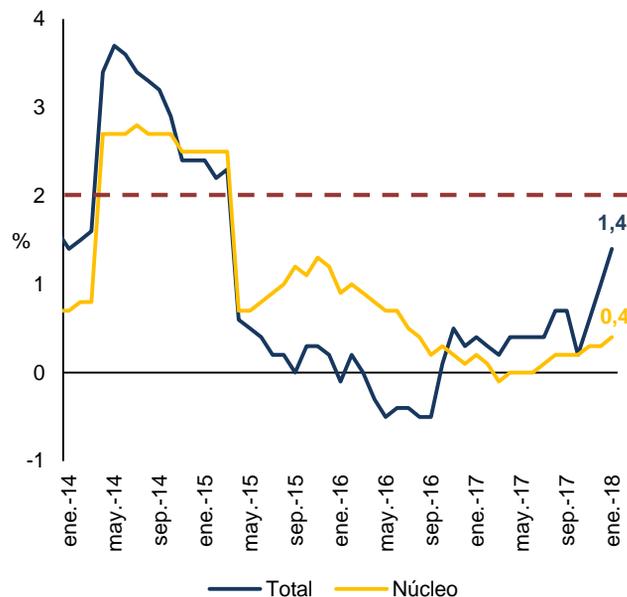
Gráfico 2. Inflación en la Zona Euro



Fuente: Eurostat y elaboración Asobancaria.

Por otro lado, en Japón el Banco Central (BoJ) también ha afirmado que continuará con los programas de estímulo monetario durante el tiempo que sea necesario, hasta que la inflación logre superar el objetivo de 2,0% y mantenga un comportamiento estable alrededor de dicho nivel. Si bien se observa que en la mayoría de países la inflación no ha logrado responder satisfactoriamente a la política monetaria expansiva, en Japón la situación es aún más complicada. En efecto, mientras la inflación total alcanzó el 1,4% en enero de este año, la inflación núcleo se ha mantenido alrededor de 0,3% en el último año (Gráfico 3).

Gráfico 3. Inflación en Japón



Fuente: BoJ y elaboración Asobancaria

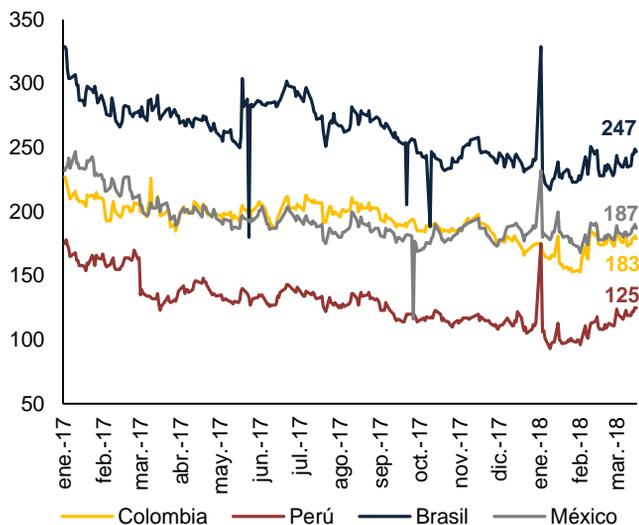
En este escenario, las perspectivas en el corto plazo señalan que a nivel agregado la normalización de la política monetaria en los principales países desarrollados se dará de forma muy gradual. En consecuencia, esperamos que las condiciones de liquidez a nivel global continúen holgadas y favorables para los países emergentes durante todo 2018 y parte de 2019.

Qué ha pasado con la curva TES?

El comportamiento de los TES en los últimos años ha respondido a la holgada liquidez global y a la reducción de las primas de riesgo de los países emergentes. En esta línea, a la luz del indicador Emerging Market Bond Index (EMBI+) de Colombia, se ha observado una disminución en la percepción del riesgo. En efecto, mientras en 2016 el valor promedio del indicador bordeó 284 puntos, en 2017 descendió a 196 puntos. Al contrastar el comportamiento del EMBI+ de Colombia con el de sus pares latinoamericanos se evidencia, además de la tendencia decreciente del riesgo, una menor volatilidad frente a países como Brasil y México (Gráfico 4), lo que favoreció la valorización de los títulos de deuda pública.

¹ BCE (2018). *Monetary policy decisions*. Marzo de 2018

Gráfico 4. EMBI+ de Latinoamérica 2017-2018



Fuente: Ministerio de Hacienda. Información al 16 de marzo de 2018

Esta dinámica, que se había acelerado en 2014 a causa del rebalanceo hecho por JP Morgan en sus índices de deuda pública emergente en un contexto de alta liquidez global, impulsó la llegada de una mayor cantidad de flujos de inversión extranjera de portafolio, lo que compensó la caída que estaba comenzando a experimentar la Inversión Extranjera Directa (IED). Favoreció, además, la valorización de los títulos de renta fija y contribuyó al abaratamiento del endeudamiento. A su vez, la llegada de dichos capitales foráneos en el periodo del rebalanceo llevó a que los bancos creadores de mercado optaran por reducir su tenencia de TES y ampliar la oferta de crédito comercial en alrededor de 2% del PIB².

Si bien a principios de 2017 la curva de rendimientos mostraba aún un aplanamiento influenciado por la holgada liquidez en los mercados financiero globales, la debilidad de los fundamentales de la economía, materializada en la lenta tracción de la actividad productiva y en significativos déficits en cuenta corriente y fiscal (que en 2016 contabilizaban 4,4% y 4,0% del PIB, respectivamente), empezaron a generar empinamientos progresivos. En el transcurso de la primera parte del año, la disminución de las presiones inflacionarias y la

desaceleración de la economía llevaron a la autoridad monetaria a emprender su plan de recortes en la Tasa de Política Monetaria (TPM), contabilizando 125 pb³, lo que en conjunción con el incremento del recaudo generado por la reforma tributaria (hecho que contribuyó a acotar la incertidumbre fiscal en el corto plazo), derivó en sendas disminuciones en los rendimientos de los TES en la parte corta de la curva y en menor grado en los tramos medios y largos, evidenciando así un empinamiento de dicha curva entre enero y junio de 2017 (Gráfico 5a).

Sin embargo, uno de los hechos que repercutió significativamente sobre la curva de rendimientos de los títulos soberanos fue la promulgación de las metas de déficit fiscal en junio de 2017 consignadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). En particular, la fijación de unas metas de déficit menos restrictivas para 2017 y 2018⁴ generó gran incertidumbre en los mercados sobre el estado las finanzas públicas a mediano y largo plazo, en especial a partir de 2019, debido a la significativa reducción de 0,9 pp del PIB que deberá hacerse en el gasto del gobierno.

En efecto, luego de un mes de la publicación del MFMP, los títulos de deuda registraron desvalorizaciones importantes, lo que generó un desplazamiento y empinamiento de la curva de rendimientos. Es oportuno anotar que, aun cuando en esa fecha se llevaba a cabo una política monetaria expansiva por parte del Banco de la República, las tasas de los títulos de corto plazo con vencimiento a noviembre 2018 se incrementaron en 29pb, mientras las de los TES con vencimiento a 2032 lo hicieron en 43pb, haciendo explícitas las dudas de los inversionistas sobre el estado presente y futuro de la economía.

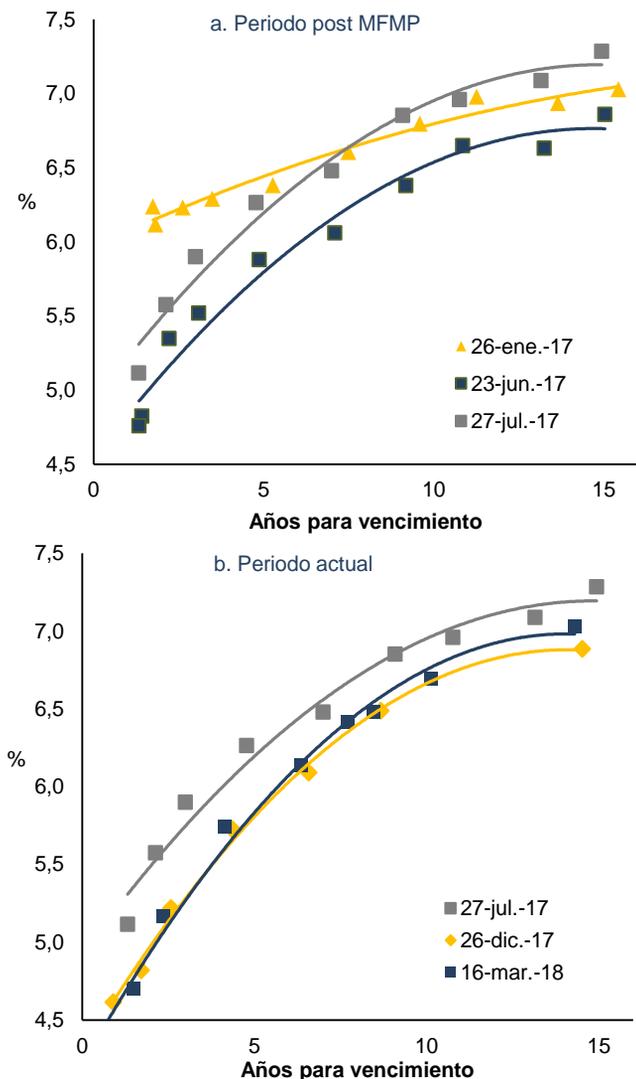
A partir de agosto, y en particular a lo largo del cuarto trimestre de 2017, una vez mitigada la reacción de los mercados ante el MFMP, se apreció un leve desplazamiento de la curva en la mayoría de tramos (Gráfico 5b). Lo anterior estuvo explicado principalmente por los recortes de la TPM y por el hecho que el mercado ya había descontado buena parte de los efectos de la reducción a la calificación de la deuda soberana de BBB a BBB- por parte de *Standard & Poors* (S&Ps), materializada el 12 de diciembre.

² Williams, T. (2017). *Capital Inflows, Sovereign Debt and Bank Lending: Micro-Evidence from an Emerging Market* (No. 2017-12).

³ Entre el 26 de Enero y el 27 de junio de 2017, la TPM pasó de 7,5% a 6,25%

⁴ Para 2017, el comité consultivo de la regla fiscal permitió que la meta de déficit fuera de 3,6% y no de 3,3% como se había fijado en el MFPP de 2016, mientras que para 2018 se estableció un objetivo de 3,1%, 0,4pp superior al consignado el año anterior en el MFPP.

Gráfico 5. Curva de rentabilidad de los TES tasa fija



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

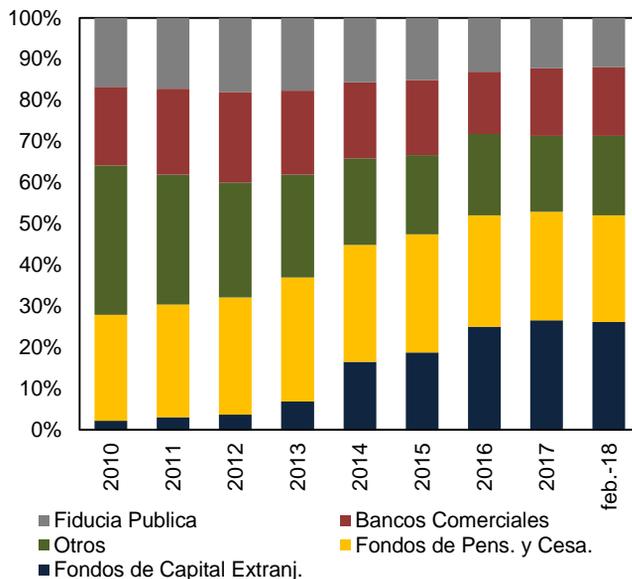
En lo corrido de 2018, el valor de los títulos de corto plazo se ha visto favorecido por un recorte adicional de 25 pb de la TPM y por el inusitado incremento del precio del petróleo, el cual ha favorecido la disminución del déficit en cuenta corriente y las perspectivas en materia de crecimiento. Este comportamiento, sin embargo, contrasta con la leve desvalorización de los títulos de mediano y

largo plazo, esta última impulsada por aumentos de las tasas de interés de los bonos del tesoro asociados al debilitamiento de la posición fiscal en Estados Unidos⁵.

Estos cambios en la curva de rendimientos no se vieron influenciados por la modificación del *Outlook* (de estable a negativo) de la deuda soberana local por parte de *Moodys*⁶, puesto que el mercado ya había descontado este cambio, en sentido similar a lo visto con S&P.

Hay que resaltar que si bien en lo corrido de 2018 se ha observado un leve incremento del EMBI+ en todos los países de la región (incluido Colombia), un hecho asociado al aumento de los rendimientos de los títulos del tesoro a 10 años de Estados Unidos, esto no ha redundado en mayores desvalorizaciones de los TES ni en una recomposición en la participación de los tenedores de los títulos. De hecho, la participación de los tenedores de títulos, concretamente la de los fondos de capital extranjero, se ha venido incrementando significativamente en los últimos años, pasando de un exiguo 2,2% a finales de 2010 a 26,2% a febrero de 2018, igualando a los Fondos de pensiones y cesantías como los mayores tenedores de TES (Gráfico 6)⁷.

Gráfico 6. Tenedores de TES por participación



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Asobancaria

⁵ Los rendimientos de los tesoros a 10 años pasaron de 2,54% a 2,85% entre el 16 de enero y la tercera semana de marzo.

⁶ Dicha revisión se dio el 22 de febrero del presente año.

⁷ A febrero de 2018 los Fondos de pensiones y cesantías poseían el 25,86% de los TES.

Perspectivas a corto plazo

Las previsiones de Asobancaria en un escenario central, así como en un escenario de riesgos, permiten prever que el mercado de renta fija en 2018 se verá influenciado por (i) el anclaje de las expectativas inflacionarias, (ii) la mayor dinámica de la demanda interna y agregada, (iii) la política monetaria expansiva del Banco de la República, (iv) el proceso electoral y la agenda de política del nuevo gobierno, particularmente en lo relacionado con la sostenibilidad fiscal y (v) los eventuales cambios en las condiciones de liquidez global. De esta manera, estimamos que si bien los títulos de deuda pública podrían experimentar desvalorizaciones en los próximos meses⁸, al cierre del año los rendimientos de los títulos TES podrían ser inferiores a los observados actualmente. En particular, las tasas de los TES con referencia 2024, que en febrero oscilaron entre 6,02% y 6,22%, bordearían 5,9% al cierre de 2018 (Gráfico 7).

Gráfico 7. Tasas TES TF



Fuente: Bloomberg. Cálculos Asobancaria

En principio, la oportuna disminución de la inflación (3,4% en febrero), en buena parte asociada a la reversión del precio de los alimentos y a la dilución de los efectos de la

reforma tributaria, permiten mantener hoy las expectativas ancladas al rango meta fijado por la autoridad monetaria. Este hecho, en conjunción con una aceleración de la dinámica de la actividad productiva hacia niveles de 2,6% en 2018, favorecería la valorización de los TES a lo largo del año. Adicionalmente, el comportamiento de la brecha del producto, aun en terreno negativo⁹, podría llevar a que el Banco de la República considere hacer un recorte adicional de 25 pb en la TPM (hoy en 4,50%) en los próximos meses y por esta vía, generar una reducción de los rendimientos de los TES, principalmente en la parte corta de la curva.

Ahora bien, los títulos de deuda soberana en el corto plazo también se verán expuestos a la incertidumbre generada por el proceso electoral. En este sentido, las preocupaciones del mercado, hoy quizás menores, podrían girar en torno a la posibilidad de que un candidato de corte populista sea elegido como presidente, además de la capacidad que tenga el gobierno entrante para emprender las imperiosas reformas en materia fiscal, tributaria, pensional y de productividad que aseguren la estabilidad macroeconómica. En esta línea, es posible que se presenten presiones alcistas (leves) sobre los rendimientos de los títulos pertenecientes a los tramos largos de la curva en un horizonte temporal de tres meses.

En efecto, la sostenibilidad de la política fiscal se constituye como uno de los elementos de mayor riesgo para los mercados de renta fija en el corto y mediano plazo, especialmente en los tramos largos. Los ojos de las calificadoras de riesgo están puestos sobre la hoja de ruta en materia de política fiscal y de allí la importancia de que el Gobierno entrante no solo le dé celeridad al proceso de aprobación del presupuesto y del nuevo MFMP, sino que plantee y tramite las complejas e inaplazables reformas tendientes a incrementar el recaudo, reducir el gasto público y hacer modificaciones de índole estructural al sistema de pensiones. Solo de esta manera el ejecutivo dará visos claros sobre su compromiso con el cumplimiento de las metas de déficit fiscal y fortalecerá las bases de una estabilidad macroeconómica que le permita al país conservar el grado de inversión.

Si bien los aspectos de índole local señalados determinarán en gran medida el comportamiento de la curva de rendimientos, debe anotarse que las expectativas

⁸ En la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de marzo 2018, el 53,2% de los analistas estimaban que los rendimientos de los TES 2024 en los próximos tres meses oscilarían entre 6,0% y 6,39%, rango en el que se encuentran nuestras proyecciones.

⁹ La brecha del producto en 2018 permanecerá en terreno negativo, en la medida que el crecimiento esperado de 2,6% es inferior al nivel potencial, hoy cercano a 3,8%

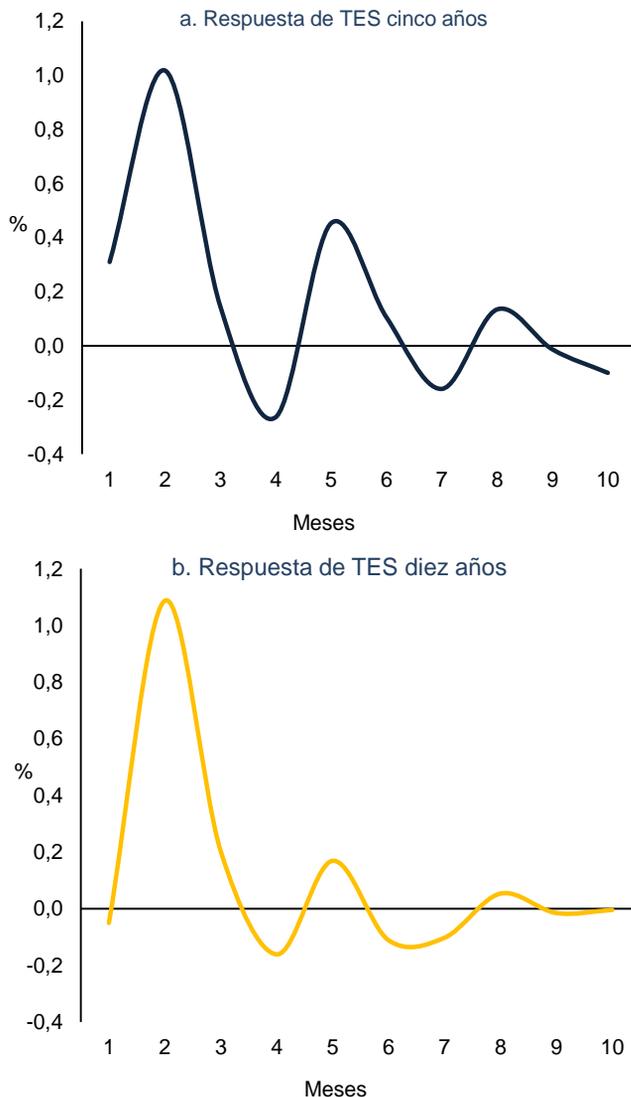
e incertidumbre sobre los factores externos, concretamente asociados a la liquidez global y al cambio de postura monetaria en los países desarrollados, jugarán también un papel preponderante sobre el mercado de renta fija. Así las cosas, se espera que toda la atención de los analistas se fije sobre la magnitud y velocidad del proceso de normalización monetaria que llevará a cabo la FED en el presente año, tanto en lo concerniente a la política convencional como no convencional¹⁰.

En materia de política monetaria convencional, el mercado aguarda en 2018 entre dos y tres incrementos adicionales de la tasa de interés en los Estados Unidos, todo ello en medio de un crecimiento económico más dinámico. Lo anterior podría generar una desvalorización de los TES, en la medida que al reducirse el diferencial de tasas entre Estados Unidos y Colombia, la demanda por los bonos locales se resentiría. En efecto, distintas aproximaciones econométricas señalan que un aumento de la Tasa de Interés de la FED de 1%, generaría incrementos en las tasas locales (TES cero cupón a cinco y diez años) cercanos a 1% dos meses después, efectos que terminarían diluyéndose en los meses posteriores (Gráfico 8)¹¹.

Estos estimativos resultan relevantes a la luz de la eventual adopción por parte de la FED de un proceso de normalización monetaria más agresivo que lleve la tasa de interés hasta un nivel de 2,5%, movimiento que no está descontado por el mercado y que afectaría naturalmente los mercados de renta fija. Sin embargo, debe mencionarse que a pesar de la incertidumbre en las condiciones sociopolíticas y fiscales en los Estados Unidos, las expectativas de inflación para 2018 parecen controladas e inferiores a 2,0% y los pronósticos de crecimiento han empezado a revisarse a la baja¹², un hecho que acota el alcance del ciclo alcista de tasas de la FED.

De manera complementaria al incremento de las tasas de interés, la profundización del desmonte de los estímulos en Estados Unidos a través de la reducción de la hoja de balance podría afectar a los bonos locales. En efecto, nuestras estimaciones señalan que una disminución de la hoja de balance de la FED de 1% generaría un

Gráfico 8. Incremento de 1% en la tasa de interés efectiva de la FED



Fuente: Banco de la República y FRED. Cálculos Asobancaria

incremento de entre 10 y 40 pb en los rendimientos de los TES cero cupón a cinco y diez años¹³ (Gráfico 9).

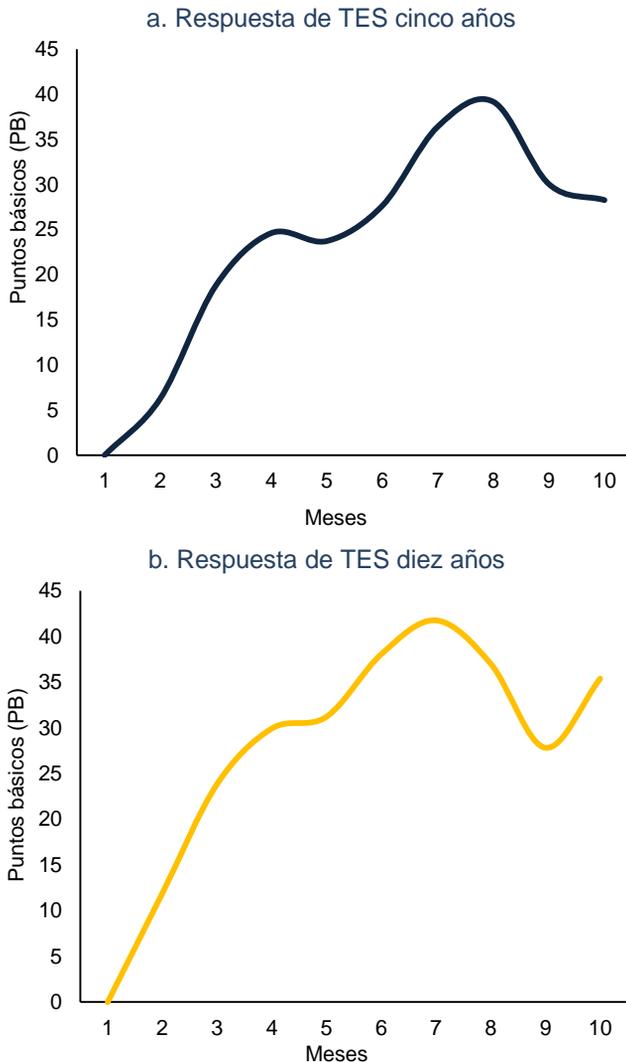
¹⁰ En la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de febrero 2018, el 25,5% de los analistas considera que los factores externos son hoy los más determinantes para la toma de decisiones de inversión, por encima del crecimiento económico y la política fiscal (tan sólo superados por las condiciones sociopolíticas).

¹¹ La estimación de los impulsos respuesta fue realizada con modelos de Vectores Autorregresivos (VAR)

¹² La Reserva Federal de Atlanta redujo su estimativo de crecimiento del primer trimestre del año en curso de 2,5% a 1,8%.

¹³ La estimación de los impulsos respuesta fue realizada con modelos de Vector de Corrección de Errores (VEC).

Gráfico 9. Reducción de 1% en la hoja de balance de FED



Fuente: Banco de la República y FRED. Cálculos Asobancaria.

Así pues, la normalización monetaria esperada en los Estados Unidos, bien sea a través de un incremento de la tasa de interés o a través de una reducción de la hoja de balance, generaría desvalorizaciones en los títulos de deuda local, lo que podría a su vez presionar al alza las tasas de los créditos privados (ver Semana Económica 707). Sin embargo, debe resaltarse que la mejoría de los fundamentales de la economía, sumada a las condiciones de liquidez global que permanecerán holgadas, permite pensar que los efectos de la mencionada normalización

monetaria en Estados Unidos sobre la inversión extranjera en portafolio y el valor de los TES serían entre leves y moderados.

Consideraciones finales

Si bien la holgada liquidez global, producto de las políticas monetarias expansivas emprendidas en los países desarrollados, se mantendrá en el corto plazo, podría verse reducida a mediano plazo por cambios en la postura de la política monetaria. Tanto Japón como la Unión Europea ya han expresado su intención de iniciar planes de normalización monetaria tan pronto como sus condiciones económicas internas muestren mejores visos. Por su parte, Estados Unidos, que se ha adelantado al proceso, ha emprendido a través de la FED una política de aumentos de tasas de interés y ha hecho explícito su deseo de reducir la compra de activos y con ello su hoja de balance.

Las decisiones en materia de normalización monetaria que tomen los bancos centrales de los países desarrollados determinarán en gran medida el comportamiento de los títulos de deuda colombianos, los cuales han mostrado cierta volatilidad en el último año en medio de (i) las progresivas reducciones de la TPM, (ii) la mayor incertidumbre en materia fiscal y (iii) la holgada liquidez de los mercados globales. Este último factor, valga anotar, ha mitigado el efecto que el debilitamiento progresivo de los fundamentales macroeconómicos (asociado particularmente a la incertidumbre en materia de sostenibilidad fiscal) pudo haber tenido sobre la curva de rendimientos.

Las perspectivas de corto plazo apuntan a que el proceso de recuperación económica, la convergencia de las expectativas inflacionarias y la disminución del déficit en cuenta corriente atenúen el impacto de la eventual normalización monetaria efectuada por la FED, más si dicho proceso se presenta de manera gradual. Si bien en este escenario el mercado de renta fija podría registrar desvalorizaciones en el corto plazo, estas serían de carácter moderado.

Lo anterior ofrece un parte de tranquilidad sobre el valor de los bonos, un elemento crucial para la financiación del gasto público, el desarrollo del mercado de capitales, la oferta de crédito privado, entre otros. Sin embargo, debe advertirse que existen factores de riesgo a nivel externo y local que generarían un sesgo alcista en las tasas de interés de los títulos soberanos. En principio, es claro que

Edición 1130

si el proceso de normalización monetaria de la FED se presenta de manera más acelerada y profunda respecto a lo esperado por el mercado, el mercado de renta fija registraría mayores desvalorizaciones.

Adicionalmente, en la segunda parte del año las preocupaciones respecto al cumplimiento de las metas fiscales definidas en la agenda de política de próximo Gobierno podrían incrementar la volatilidad y los rendimientos de los TES. Dicho panorama exigirá que el nuevo Gobierno plantee y tramite las inaplazables reformas en materia fiscal, tributaria, pensional y de productividad. Solo de esta manera el ejecutivo dará visos claros sobre su compromiso con el cumplimiento de las metas de déficit fiscal y contribuirá a (i) mitigar la incertidumbre en los agentes del mercado, (ii) fortalecer las bases de una estabilidad macroeconómica que le permita al país conservar el grado de inversión y (iii) dinamizar el tránsito hacia sendas de crecimiento sostenibles.

Edición 1130

Colombia

Principales Indicadores Macroeconómicos

	2015					2016					2017		2018
	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total Proy.	Total Proy.	
PIB Nominal (COP Billones)*	799,3	209,3	214,0	216,2	223,1	862,7	224,5	227,2	229,84	232,0	913,5	970,1	
PIB Nominal (USD Billones)*	253,8	66,9	71,5	73,9	74,1	286,6	76,3	74,8	78,3	77,7	306,1	317,6	
PIB Real (COP Billones)*	531,3	134,6	135,2	135,5	136,8	542,1	136,6	137,5	138,6	139,0	551,7	566,0	
Crecimiento Real*													
PIB Real (% Var. interanual)	3,1	2,5	2,4	1,5	1,8	2,0	1,5	1,7	2,3	1,6	1,8	2,6	
Precios*													
Inflación (IPC, % Var. interanual)	6,8	8,0	8,6	7,3	5,7	5,7	4,7	4,0	4,0	4,1	4,1	3,6	
Inflación básica (% Var. interanual)	5,9	6,6	6,8	6,7	6,0	6,0	5,6	5,1	2,2	4,0	4,0	...	
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	3149	3129	2995	2924	3010	3010	2941	3038	2937	2984	2984	3055	
Tipo de cambio (Var. % interanual)	31,6	21,5	15,8	-6,3	-4,4	-4,4	-6,0	1,5	0,4	-0,9	-0,9	2,4	
Sector Externo (% del PIB)*													
Cuenta corriente	-7,4	-5,1	-3,8	-4,8	-3,4	-4,3	-4,1	-3,6	-3,3	-2,4	-3,4	-3,6	
Cuenta corriente (USD Billones)	-18,7	-3,6	-2,8	-3,6	-2,6	-12,5	-3,2	-2,7	-2,6	-1,9	-10,4	-11,4	
Balanza comercial	-7,3	-5,4	-3,9	-4,7	-4,2	-4,6	-3,4	-3,9	-3,1	-1,9	-3,1	-3,2	
Exportaciones F.O.B.	17,9	12,9	13,9	14,0	14,9	13,9	14,0	14,8	15,3	16,6	15,2	...	
Importaciones F.O.B.	25,1	18,4	17,8	18,7	19,1	18,5	17,5	18,7	18,6	18,4	18,3	...	
Renta de los factores	-2,2	-1,6	-1,8	-1,9	-1,4	-1,7	-2,5	-1,9	-2,3	-2,9	-2,4	-2,3	
Transferencias corrientes	2,1	1,9	1,9	1,8	2,2	1,9	1,8	2,2	2,2	2,4	2,1	1,8	
Inversión extranjera directa	4,6	6,8	5,0	2,9	4,1	4,7	3,3	3,6	6,3	4,9	4,5	...	
Sector Público (acumulado, % del PIB)													
Bal. primario del Gobierno Central	-0,5	0,2	...	...	...	-1,1	0,6	...	...	...	...	0,4
Bal. del Gobierno Central	-3,0	-0,8	-1,0	-2,7	-3,9	-4,0	-1,1	-1,2	...	...	-3,6	-3,1
Bal. estructural del Gobierno Central	-2,2	...	...	...	...	-2,2	...	...	...	...	-2,0	-1,9
Bal. primario del SPNF	-0,6	1,0	2,1	1,8	0,9	0,9	-0,1	1,2	...	...	0,0	0,5
Bal. del SPNF	-3,4	0,3	0,6	-0,6	-2,6	-2,4	-0,7	-0,3	...	...	-3,2	-2,7
Indicadores de Deuda (% del PIB)													
Deuda externa bruta*	37,9	40,4	41,2	41,1	42,5	42,5	39,0	39,1	40,2	40,2	40,2	...	
Pública	22,7	24,2	24,8	24,8	25,2	25,2	23,3	22,8	23,4	23,2	23,2	...	
Privada	15,2	16,2	16,3	16,3	17,2	17,2	15,7	16,2	16,8	17	17,0	...	
Deuda bruta del Gobierno Central	45,1	43,2	44,0	44,6	46,1	46,0	44,1	44,7	46,2	...	...	...

*La sección de Precios, PIB, Sector externo y Deuda externa bruta presentan datos observados hasta diciembre de 2017, no proyecciones.

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – Banco de la República, proyecciones

MHCP y Asobancaria. Sector Público – MHCP. Indicadores de deuda – Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación y MHCP.

Edición 1130

Colombia

Estados Financieros*

	dic-17 (a)	nov-17	dic-16 (b)	Variación real anual entre (a) y (b)
Activo	581.459	580.899	548.195	1,9%
Disponible	39.194	39.194	37.695	-0,1%
Inversiones y operaciones con derivados	103.279	103.279	96.378	3,0%
Cartera de crédito	418.604	417.190	394.424	2,0%
Consumo	116.007	115.694	106.359	4,8%
Comercial	235.696	235.424	227.542	-0,5%
Vivienda	55.094	54.288	49.556	6,8%
Microcrédito	11.806	11.784	10.968	3,4%
Provisiones	23.871	23.524	19.038	20,5%
Consumo	8.800	8.718	7.048	19,9%
Comercial	12.362	12.121	9.651	23,1%
Vivienda	1.860	1.829	1.560	14,5%
Microcrédito	837	843	765	5,1%
Pasivo	505.403	505.775	475.122	2,2%
Instrumentos financieros a costo amortizado	441.714	441.017	413.961	2,5%
Cuentas de ahorro	166.445	165.284	153.412	4,2%
CDT	144.308	146.611	136.510	1,6%
Cuentas Corrientes	53.145	49.757	50.870	0,4%
Otros pasivos	3.481	3.481	3.203	4,4%
Patrimonio	76.056	75.124	73.073	0,0%
Ganancia / Pérdida del ejercicio (Acumulada)	7.712	6.352	11.640	-36,3%
Ingresos financieros de cartera	40.888	40.888	37.913	3,6%
Gastos por intereses	15.246	15.246	16.469	-11,1%
Margen neto de Intereses	24.860	24.860	22.027	8,4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	4,26	4,44	3,10	1,15
Consumo	5,74	6,04	4,87	0,87
Comercial	3,64	3,81	2,26	1,38
Vivienda	3,01	3,04	2,28	0,73
Microcrédito	7,78	7,70	7,29	0,50
Cubrimiento**	134,0	127,0	155,5	21,52
Consumo	132,1	124,7	136,1	-4,02
Comercial	144,1	135,1	187,9	-43,74
Vivienda	112,1	110,7	138,3	-26,19
Microcrédito	91,1	92,9	95,8	-4,62
ROA	1,33%	1,19%	2,07%	-0,7
ROE	10,14%	9,26%	15,59%	-5,4
Solvencia	15,89%	15,53%	15,25%	0,6

* Cifras en miles de millones de pesos.

** No se incluyen otras provisiones.