

Comentario Económico del Día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Adriana Nieto

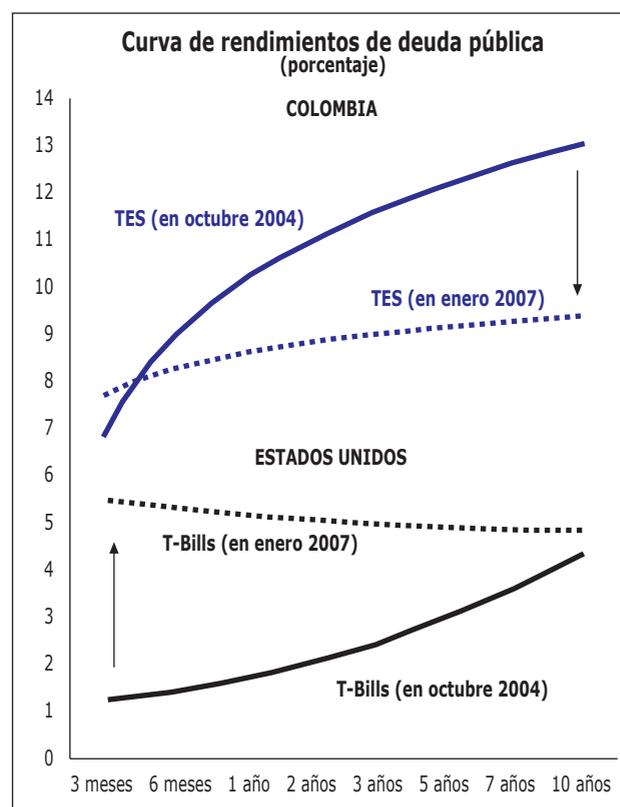
Enero 25 de 2007

“Leyendo” las Curvas de Rendimiento de la Deuda Pública para el 2007

El año 2006 trajo consigo importantes cambios en los mercados de deuda pública. Tradicionalmente la curva de rendimientos de deuda pública muestra un empinamiento, de tal manera que los retornos a largo plazo superan los de corto plazo, premiando así a los ahorradores más “pacientes”.

Sin embargo, el mercado de deuda pública de los Estados Unidos sufrió una “inversión de dicha curva”, donde los retornos a la vista eran cercanos al 5% anual al cierre del 2006, mientras que los bonos a 10 años no superaban el 4.7% anual. Entretanto, la tasa repo-central del Fed, que “guía” estos mercados, se ha estabilizado en niveles de 5.25% anual desde el último trimestre del 2006. Esta situación es bien diferente de la que se tenía al finalizar el año 2004, cuando dicha curva mostraba un empinamiento “normal” de unos 250 puntos básicos (ver gráfico adjunto).

Cabe entonces preguntarse: ¿Cuáles son los factores detrás de esta “inversión de la curva de rendimientos” en los Estados Unidos? Existen tres tipos de elementos que se deben tener en mente a la hora de intentar “leer” dicha curva. El primer elemento (y seguramente el dominante en la actualidad) tiene que ver con el factor de referencia que ejerce la repo-central del Fed sobre el llamado “money-market”. Así, la subida de dicha tasa repo de niveles del 1% en 2004 al 5.25% actual ha volcado el mercado sobre la parte corta de la



Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Adriana Nieto

curva de rendimientos. Aunque se viene especulando sobre una pronunciada desaceleración económica (hacia niveles inferiores al 2%), todavía es prematuro “cantar” una baja de la repo hacia niveles del 4.75% anual y, de hecho, el grueso del mercado ha postergado este tipo de movimientos hacia el mes de mayo de 2007.

El segundo elemento tiene que ver con las expectativas de inflación. Como esas expectativas han ido descendiendo de niveles cercanos al 4% anual (a principios del 2006) hacia un 2.5%-3% anual (en la actualidad), esto ejerce una caída en la parte larga de la curva (especialmente en mercados dominados por papeles a tasa fija nominal). La caída del petróleo hacia niveles de US\$50-55 / barril ha venido a reforzar éste movimiento en el caso de EE.UU.

Un tercer elemento hace relación con los determinantes fiscales. Debido a la permanencia de alivios tributarios y la continuación de la guerra en Irak, este elemento fiscal debería haber inducido algún empinamiento, pero claramente han dominado los factores monetarios y de expectativas de inflación sobre los elementos fiscales en el caso de Estados Unidos.

En el caso de los títulos de deuda pública de Colombia también se ha presentado una fuerte “pérdida de pendiente” entre los años 2004 y 2006 (ver gráfico adjunto). En efecto, al finalizar el 2004 el grado de empinamiento era de unos 530 puntos base, mientras que en enero de 2007 se viene registrando uno de tan sólo 100 puntos base. De hecho, el mercado local se ha venido preguntando si las necesidades de financiamiento públicas son compatibles o no con una curva de TES relativamente horizontal.

En este caso también cabe examinar los determinantes monetarios, inflacionarios y fiscales detrás de este comportamiento “atípico” en el caso de los TES de Colombia. El pronunciado crecimiento del PIB-real del 2006 (superior al 6%) y la acelerada expansión crediticia ha hecho que el Banco de la República tuviera que elevar sus tasas de corto plazo a niveles del 7.5% en diciembre, empujando la parte corta de la curva al alza. Pero curiosamente las expectativas de inflación todavía no están totalmente en línea con la meta del 4% que se tiene para el 2007; este factor debería entonces inducir un mayor empinamiento en los próximos meses.

Por último, si bien las necesidades de colocación de TES (vía subasta) se han reducido significativamente para el 2007 por cuenta de la entrada de los recursos de privatizaciones (Bancafé y Ecogas, entre otros), el mercado percibe que todavía se requiere un mayor empinamiento para lograr un equilibrio estable en el mercado de deuda pública. De hecho, esta fue la señal que se obtuvo en la primera subasta de TES de enero de 2007, cuando se colocaron diversos títulos a tasas del 9-9,4% anual en la parte media de la curva.

Anif estima que seguramente el mercado de TES estará estabilizándose en tasas nominales cercanas a 9.50% anual a lo largo del 2007 (en el referente de títulos a tasa fija a 10 años). Esta cifra implica “recuperar” un empinamiento cercano a los 200 puntos base (frente a los 100 actuales). Además, esta cifra es compatible con retornos de 5.5% real para los ahorradores de largo plazo en TES que están dispuestos a financiar déficits estructurales del orden del 4%-5% del PIB en cabeza del gobierno central en los años 2007-2010.