

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Abril 9 de 2014

Mercado de TES y efectos del rebalanceo del índice de J.P.Morgan

Durante las últimas semanas el mercado de deuda pública colombiano ha venido registrando ganancias sustanciales derivadas del rebalanceo en el índice GBI de renta fija soberana de J.P.Morgan. Así, después de sufrir alzas hasta de 220 puntos básicos (pbs) en las tasas de los TES *Benchmark* a 10 años, durante la segunda mitad de 2013, ahora se han visto bajas desde el 7.1% hacia el 6.4% al cierre de marzo de 2014.

Dicho rebalanceo consistió en elevar la ponderación del mercado colombiano de renta fija-pública en cerca de 5 puntos porcentuales (pps), pasando del 3.2% al 8.1%, transición que ocurrirá durante mayo-septiembre de 2014. Ello implicó reducciones en las participaciones de economías emergentes frágiles, como Turquía (-1.2pps) e Indonesia (-0.6pps), y algo de desencanto con los BRICs, particularmente Rusia (-1.1pps). Este rebalanceo coincidió con las tensiones geo-políticas del impasse Ucrania-Crimea-Rusia, donde esta última ha propiciado fugas de capitales por unos US\$50.000 millones, alzas en sus tasas de interés y reducciones de sus pronósticos de crecimiento para 2014, después de un pobre desempeño de 1,3% en 2013.

Vale la pena preguntarse: ¿Qué implicaciones tendrá ese rebalanceo en términos de inlfujos de capital y de la participación del *offshore* en nuestro mercado de TES?; ¿Cuáles serán sus efectos sobre las tasas de refinanciamiento de la deuda pública y del sacrificio fiscal que implicó haberles rebajado el imppormenta del 33% al 14% (o al 25% en caso de ser paraísos fiscales)?

Históricamente, la participación de los inversionistas extranjeros dentro del mercado de TES había sido marginal, promediando un 2-4% durante 2009-2012. Sin embargo, ella se elevó hacia el 7% a finales de 2013, como resultado del alivio tributario dado al *offshore* por cuenta de la Ley 1607 de 2012 (ver *Informe Semanal* No. 1156 de enero de 2013).

Dado que se estima que este índice de J.P.Morgan es “seguido” por mercados que totalizarían unos US\$145.000 millones a nivel global, se ha inferido que el mercado colombiano podría experimentar inlfujos de capital por unos US\$4.000 a US\$9.000 millones durante los próximos dos años. Si dichos inlfujos llegaran al tope, la participación del *offshore* en el mercado de TES podría elevarse del actual 8% (incluyendo compras extranjeras récord por US\$1.200 millones en el mes de marzo) hacia un 17% para finales de 2015, superando entonces la cifra equivalente en Brasil (15%), aunque todavía estaríamos por debajo de México (36%) o de Perú (50%), cifras claramente inconvenientes para propósitos de evitar excesiva volatilidad, ver gráfico 1.

Anif ha “afilado el lápiz” para inferir los posibles inlfujos de capital y estamos llegando a la conclusión de que estarían llegando unos US\$4.800 millones adicionales durante 2014-2015, a razón de unos US\$2,400 millones por año. En estos cálculos suponemos: i) que el “seguimiento” del índice no es inmediato,

Continúa

Director: Sergio Clavijo

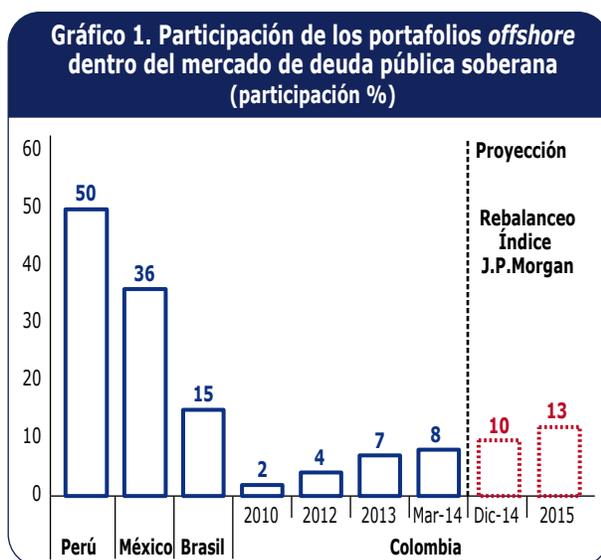
Con la colaboración de Nelson Vera

efectuándose paulatinamente durante 2014-2015; y ii) que un tercio se hace a través de NDFs, sin afectar la balanza cambiaria. De materializarse, dichos inlujos elevarían la participación del *offshore* en el mercado de TES hacia un 10% y un 13% al cierre de cada año en el horizonte 2014-2015.

Ahora bien, ¿Qué efecto arrojaría ello sobre la curva de rendimientos de los TES y, en particular, sobre la tasa *benchmark* a 10 años? Recordemos que antes del rebalanceo, Anif pronosticaba un alza de dicha tasa, pasando del 7% (que se observaba al inicio del año) hacia el umbral 7.5-8% al cierre de 2014 por cuenta de alzas en la inflación y en la tasa repo-central (+125pbs), ver *Comentario Económico del Día* 28 de enero de 2014.

Al incorporar los inlujos de capital provenientes del rebalanceo de J.P.Morgan (antes discutido), se tiene que ahora la tasa de interés de los TES corregiría a la baja en unos 100pbs (ver gráfico 2). En particular, tendríamos aplanamientos de dicha curva hacia pendientes de 200-250pbs (vs. los actuales 300pbs). Esto sería el resultado de: i) aumentos en las tasas de corto plazo, por cuenta de una repo que pasaría del 3.25% hacia el 4.5%; y ii) subidas moderadas en las tasas de largo plazo hacia valores del 6.5-7% (respecto del 6.4% actual), ver gráfico 2.

Ahora bien, aún quedan por estudiar las implicaciones fiscales de todos estos ires y venires. Recordemos que en la motivación de la Ley 1607 de 2012 se decía que “el sacrificio tributario” del *offshore* se vería más que compensado por las rebajas en las tasas de interés de los TES (donde el *offshore* aplanaba la curva del mercado secundario y el MHCP aprovecharía para colocar a tasas primarias más bajas). Este no había sido el caso durante 2013, pues el “*tapering*” había destrozado buena parte de la curva y las pérdidas, tanto para los participantes locales como internacionales, habían sido abultadas. Ahora con el rebalanceo podría ponerse a prueba positiva esta hipótesis, donde aquí hemos calculado que podría haber ganancias de unos 100pbs en las colocaciones del segundo semestre de 2014. Sin embargo, si ello llegara a implicar un rompimiento del actual piso de los \$1.950/dólar en la tasa de cambio, entonces el Banco de la República tendría que incurrir en nuevas pérdidas cuasi-fiscales, las cuales entrarían a restarse de las ganancias del “aplanamiento de la curva” y a sumarse al “sacrificio tributario” dado al *offshore*. Próximamente estaremos haciendo esta “aritmética-fiscal de los TES”, que esperamos resulte placentera.



Nota: datos de Perú, México y Brasil corresponden al cierre de 2013.
Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Credit Suisse.



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.