

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Agosto 30 de 2016

Trayectoria de los TES y Mercado de Capitales

En las últimas semanas hemos visto cómo se ha ampliado la brecha, a nivel global, entre el pobre desempeño del sector real, de una parte, y la contraintuitiva valorización del mercado de capitales, de otra parte. La miopía financiera global le gana, una vez más, el pulso a la ortodoxia monetaria y fiscal.

En buena medida la ampliación de dicha brecha (entre los sectores real vs. financiero) ha sido orquestada por la propia división que exhibe el Fed a su interior. El pronunciamiento reciente de la presidente del Fed en Jackson Hole, la Sra. Yellen, sobre las bondades de evitar mayores “burbujas accionarias” y contener las inminentes presiones de inflación salarial hacen prever que podría darse un alza de +25pbs en su tasa repo antes de finalizar este 2016. Parecería que el bando al interior del Fed que percibe la dominancia de crecimientos (*sub-par*) inferiores al 2% en el mundo desarrollado, lo cual podría generalizar los riesgos de deflación que hoy muestran Japón y la Unión Europea, ha ido perdiendo fuerza.

Lo preocupante, sin embargo, es que en el corto plazo los mercados financieros continúan “de fiesta”, sin un válido soporte en términos de las utilidades corporativas, ni en el mundo desarrollado, ni en el emergente (particularmente en América Latina). Por ejemplo, el S&P-500 de los Estados Unidos ahora se perfila hacia niveles de los 2.200 puntos (con valorizaciones del +12% anual); el FTSE de Londres hacia los 6.800 (+14% anual); y el MCSI-Morgan Stanley de Emergentes arroja valorizaciones del +15% anual, como si la economía global en su tercer año de recuperación (2014-2016) no mostrara serios problemas de “estanca-

miento secular” y de nulas ganancias en productividad. Ante la abundancia de liquidez y retornos reales negativos en el mercado monetario de corto plazo, los mercados financieros han agudizado su persecución por altos *Alphas-Betas* (*High-Yields*), que obviamente solo los proveen los países con alto riesgo, incluidos ahora Brasil, Turquía, Argentina y Colombia (ver *Comentario Económico del Día* agosto 2 de 2016).

En el caso de los TES de Colombia, la tasa de interés del *benchmark* a 10 años ha corregido a la baja desde niveles cercanos al 9% en los inicios de 2016 y ahora se observan tasas del 7.2% (aun antes de las celebraciones de la firma del acuerdo de paz). Esto a pesar del deterioro macroeconómico de Colombia (incluyendo pronunciadas alzas en inflación y tasas de interés), donde varios bancos de inversión extranjeros, a su vez, han reducido las perspectivas de crecimiento hacia el 2% este año y no más del 3% en 2017; amén de las perspectivas negativas anunciadas por las calificadoras de riesgo (tanto en su componente de deuda soberana, como el riesgo del sistema financiero en moneda local).

Aunque muchos de los locales saben que dicho deterioro tiene un componente estructural (debido al fin del auge minero-energético), la valorización ha estado orquestada por la elevada posición “especulativa” del *off-shore* (ahora con una participación récord del 20% del mercado, más que duplicándose en los tres últimos años).

También han surgido elementos particulares del mercado de TES que, sin lugar a dudas, han ayudado a reforzar dicha valorización, a pesar del de-

Continúa

Créditos de Liquidez y Cartera Ordinaria.

Dos excelentes alternativas para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa

Consulta más información en www.avvillas.com.co / Banca Empresarial

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

terio fiscal-estructural. Veamos algunos de esos elementos con algún detalle.

Mayor tenencia de TES por parte del Banco de la República (BR). Estas pasaron de \$0.1 billones al cierre de 2015 a \$15 billones en mayo de 2016 (convergiendo ahora a los \$9 billones), lo cual ha generado confusión en el mercado. Todo lo demás constante, esto implicaría que el BR le ha estado dando una mano a la financiación gubernamental (una vez que se han relajado, de tiempo atrás, las restricciones de un BR que no acostumbraba a comprar deuda con maduración inferior a 1 año).

De hecho, no se entiende muy bien cómo una repo a 7.75% ha ocasionado un desplome de la DTF hacia niveles algo inferiores a 7.5% recientemente, dañándose entonces el canal crediticio restrictivo que espera obtener el BR cuando eleva sus tasas de interés (hasta la fecha en +325pbs durante el último año).

El “suave aterrizaje crediticio” que se venía dando podría malograrse por estas contradicciones en los flujos monetarios. La cartera mostraba expansiones del 3% real al corte de mayo de 2016 (vs. +10% hace año y medio). Además, se observa una menor liquidez en el llamado “dinero transaccional”, ahora con contracciones

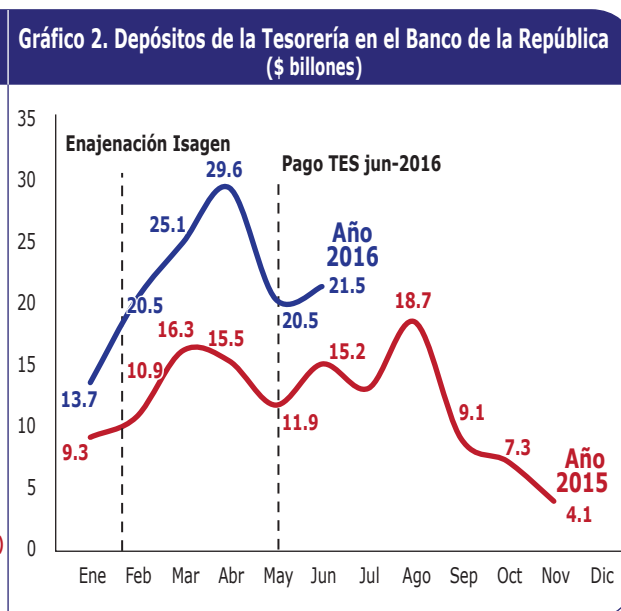
reales del -5.5% del M1-A (vs. +5% al cierre de 2015), ver gráfico 1.

Incrementos en los depósitos de la Tesorería (DTN) en el BR. Los DTN han aumentado notoriamente durante 2016, llegando a los \$22 billones (por encima de los \$15 billones observados un año atrás), ver gráfico 2. Allí han influido dos factores, a saber: i) el aprovisionamiento por parte del gobierno para el pago del vencimiento de los TES de junio de 2016 (por valores cercanos a los \$10 billones); y ii) los dineros provenientes de la privatización de Isagen con destino al FDN-Fondes (US\$2.000 millones, cerca de \$6.5 billones, habiéndose cumplido el 50% de ellos). Nótese que el neteo de estos recursos extraordinarios nos llevaría a niveles similares a los observados un año atrás.

En síntesis, se tienen “altos decibeles” de ruido monetario externo (por incertidumbre sobre el comportamiento del Fed) y ruido interno (por el capital *off-shore* y la alta liquidez en la ventanilla del BR), lo cual ha llevado las tasas de los TES *benchmark* hacia el 7.2% actualmente (vs. los picos del 9% a inicios del año), claramente en sentido contrario al que dictarían los fundamentales inflacionarios y de fragilidad fiscal (debiendo hacer repuntar las tasas de los TES hacia el rango 8%-8.5%).



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



Fuente: Banco de la República.