

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Febrero 17 de 2015

## Perspectivas del Mercado de TES en 2015

El año 2014 no fue el del rebote mundial en las tasas de interés de los principales mercados de bonos-públicos que esperaban los inversionistas. En efecto, las tasas de interés de los Tesoros americanos se redujeron del 3% al 2.3% durante 2014 (vs. repuntes esperados hacia 3.5%). De forma similar, las tasas de los *Bunds* alemanes pasaron del 1.9% al 0.5%, haciendo evidente la preferencia por “calidad” en medio de las grandes turbulencias generadas por el llamado “*tapering*” del Fed y el desplome de los precios del petróleo.

A nivel local, los TES de referencia a diez años también gozaron de buen comportamiento. En buena medida ello tuvo que ver con el incremento del 3% al 8% en la ponderación de Colombia en el Índice de deuda soberana de J.P. Morgan, implicando inlujos de capital cercanos a los US\$9.000 millones durante 2014. Así, las tasas de interés de los TES *benchmark* pasaron de niveles de 6.8% a cerca de 6.5% hacia mediados de 2014, a contrapelo de lo que cabía esperar frente al inicio del *tapering* iniciado en diciembre de 2013.

Ahora bien, ese buen comportamiento vino a revertirse durante la segunda mitad del año por cuenta de: i) caídas del 60% en los precios del petróleo, “campaneando” faltantes fiscales en Colombia cercanos a 1% del PIB para el presupuesto de 2016; y ii) sorpresas inflacionarias que llevaron la inflación a 3.7% al cierre de 2014 (+0.3% por encima del cierre esperado). Así, las tasas de los TES *benchmark* repuntaron hacia niveles del 7.1% para finales de 2014, marginalmente por encima de nuestro rango de pronóstico del 6.5-7%, el cual habíamos fijado en abril de 2014 (ver *Comentario Económico del Día* abril 9 de 2014).

En los inicios de 2015, hemos presenciado nuevas valorizaciones en los TES, reduciéndose nuevamente sus tasas *benchmark* hacia los actuales niveles del 6.6%. Allí, las explicaciones han tenido que ver con: i) la mejor lectura externa del mercado colombiano relativa al grupo de referencia (incluyendo a Chile, Perú y Rusia, entre otros); y ii) las menores emisiones de TES que estará realizando la Nación durante 2015 (\$31.8 billones vs. los \$34.5 billones planeados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2014), aun descontando el efecto sobre el fisco de los menores ingresos petroleros. Pero claramente este es un fenómeno pasajero, pues se explica por la holgura financiera resultante del canje de deuda realizado en octubre de 2014 (posponiendo \$6 billones de vencimientos de 2015-2018 para 2019-2026, ver gráfico 1).

Cabe preguntarse entonces: ¿cuáles serán las verdaderas perspectivas de los TES en 2015? Para el primer semestre de 2015, Anif pronostica tasas de los TES con comportamientos relativamente estables en la franja 6.6-6.8%. Estos valores, sin embargo, resultarían de fuerzas contradictorias: i) fuerzas alcistas provenientes de las mayores presiones inflacionarias, tocando niveles de 3.8% anual recientemente (ver *Comentario Económico del Día* 10 de febrero de 2015); y ii) fuerzas bajistas gracias al mejor comportamiento macroeconómico de Colombia frente a sus *peers*, como ya lo comentamos.

Continúa

**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ  
Y CARTERA ORDINARIA.**

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

[www.bancoavillas.com.co](http://www.bancoavillas.com.co)

**Director: Sergio Clavijo**  
 Con la colaboración de Nelson Vera

No obstante, para la segunda mitad de 2015, Anif pronostica una tendencia menos favorable para dichas tasas de los TES por varias razones. A nivel internacional jugará en contra de los mercados emergentes el inicio de alzas en la tasa repo del Fed, probablemente durante agosto-septiembre de este año. El grueso del mercado espera alzas de +50pbs, llevando a dicha tasa repo del Fed al 0.75% al cierre de 2015, lo cual implicaría que las tasas de los Tesoros a 10 años se eleven hacia 2.4% frente a valores actuales de 2%.

Un segundo factor que presionará la tasa de los TES al alza, durante la segunda mitad de este año, se refiere a la divulgación del borrador del Presupuesto Nacional de 2016 (en julio de 2015). Seguramente, veremos que la presión tributaria (Recaudos/PIB) estará descendiendo del actual 15% a cerca del 14% para 2016, al tiempo que las transferencias de utilidades de Ecopetrol estarían descendiendo de 1.2% del PIB a solo 0.5% del PIB, poniendo gran presión sobre el cumplimiento de la “Regla Fiscal”, aun si sus mecanismos de ajuste permiten elevar dicho déficit del gobierno central del 2.3% hacia el 2.8% del PIB.

De hecho, el propio Ministro de Hacienda ha venido mencionando cómo esos menores precios del crudo implicarían faltantes fiscales en el rango 1-1.5% del PIB durante 2015-2016. Cabe mencionar que estos faltantes fiscales podrían llegar a ser superiores de no darse la esperada recuperación de los precios del petróleo hacia la franja de US\$60/barril (promedio de la mezcla colombiana) durante 2015 y US\$65/barril en 2016 (ver *Comentario Económico del Día* 27 de enero de 2015).

Como resultado de este deterioro del segundo semestre, cabría esperar que la tasa de los TES *benchmark* se eleve del 6.6% hacia el rango 7-7.5% al cierre de 2015, ver gráfico 2. Nótese que aquí suponemos un recorte de 50pbs en la tasa repo del Banco de la República durante el segundo semestre del año, para evitar que el PIB-real crezca por debajo de nuestro actual pronóstico del 3.8% durante 2015.

