

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Septiembre 18 de 2013

Comportamiento de los Tesoros: ¿Cuál es su empinamiento y cuál su tasa de interés?

En los últimos meses hemos asistido a un verdadero cambio de tendencia en los flujos de capital, producto de los anuncios del tránsito hacia la “normalización monetaria” por parte del FED. Ello ha implicado que los capitales que antes se dirigían a los mercados emergentes, ahora han regresado a engrosar los portafolios de renta variable de países desarrollados, provocando: i) valorizaciones cercanas al 16% en lo corrido del año (S&P 500) en los principales mercados desarrollados, en contraste al descalabro del -11.9% en los mercados emergentes; ii) un “efecto riqueza” negativo para los hogares de esos países emergentes, desacelerando su ya débil crecimiento económico, donde la expansión promedio de los BRICs sería de 5.7% frente al 8% anual del período 2001-2008; iii) devaluaciones del 15-20% en esas monedas emergentes, donde India y Brasil han visto agravados sus desbalances externos, empeorados por la aceleración de su inflación (6-7% anual); y iv) un empinamiento de las curvas de la renta fija, donde los Tesoros de los Estados Unidos han pasado del 1.7% al 2.8% durante abril-agosto y, en el caso de Colombia, se observaba un destrozo de valor al elevarse en casi 200pbs y llegar a 7% los TES con referencia a 10 años (ver *Comentario Económico del Día* 27 de agosto de 2013).

En este período de transición de 2014-2015, el sucesor de Bernanke estará enfrentando el doble desafío de balancear el retiro de su estímulo monetario (mediante la finalización de sus compras de Tesoros y títulos hipotecarios, MBSs), sin afectar la tímida recuperación de su crecimiento, a tasas esperadas del 2-2.5%. Se requerirá particular destreza para lograr dar soporte continuo al mercado hipotecario, el cual ha dado muestras recientes de resentirse con los aumentos en las tasas hipotecarias (elevándose las tasas de financiamiento a 30 años del 3.4% al 4.5%).

Cabe preguntarse: ¿Cuál será el empinamiento de los Tesoros *Benchmark* hacia el mediano plazo (con vencimientos a 10 años) frente a la tasa del mercado de dinero de corto plazo?; ¿Cuál su tasa de interés de largo plazo, una vez se tiene en cuenta que muy seguramente antes de finalizar el 2013 el FED habrá iniciado la reducción en su provisión de liquidez?

El gráfico 1 ilustra cómo dicho empinamiento de los Tesoros era de unos 220pbs en agosto de 2011, en pleno “*flight to quality*”, después de haber ocurrido (paradójicamente) el recorte en su calificación crediticia (reducida a AA+). Ello contrasta con un empinamiento promedio más cercano a los 250pbs, antes de que las tasas de corto plazo se llevaran (artificialmente) al piso del cero, para evitar una Gran-Depresión

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

durante 2008-2012. A futuro, en un entorno de normalización monetaria, y suponiendo crecimientos potenciales en el rango 1.5-2.5%, ese *spread* debería situarse más cerca de los 100-200pbs, conforme se requieran aumentos en la tasa repo del FED.

La pregunta sobre el nivel esperado de las tasas de esos Tesoros de largo plazo es algo más complicada de responder. Para hacerlo, probablemente lo más aconsejable es partir del mercado de dinero, suponiendo que el FED logrará contener la inflación en niveles del 1.5-2%, aun en presencia de la mencionada recuperación de su economía a tasas del 2.5-3%. Esto implica que “la tasa neutral” del FED probablemente se estabilizaría en la franja del 2.5-3.5% nominal, donde se tendría una tasa real fluctuando entre el 1% y el 2%.

Si retomamos la hipótesis anterior sobre un empinamiento en el rango de 100-200pbs, estaríamos implícitamente concluyendo que las tasas de largo plazo de los Tesoros estarían entre el 3.5% y el 4.5% en los ciclos de crecimiento moderado del PIB-real (cerca del 2.5% anual) y seguramente podrían elevarse a la franja del 4.5% al 5.5% en momentos de “recalentamiento” de la economía americana, ver gráfico 2. Claramente el período 2013-2014 apunta hacia crecimientos cercanos al 2.5% anual, luego seguramente los Tesoros estarán fluctuando en la franja del 3.5% al 4.5%, franja consistente con las “apuestas” actuales del mercado.

