



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La reciente decisión de Fitch de rebajar un escalón la nota soberana de EEUU ha tenido efectos negativos sobre los mercados mundiales, especialmente los de renta fija. Otros factores también estarían afectando los mercados, pero creemos que existen varias presiones ocultas en las propias advertencias de Fitch que vale la pena estudiar con algún detalle.*
- *El impulso fiscal que ha beneficiado el crecimiento del PIB y la generación de empleos desde finales de 2022, ampliaría el déficit fiscal esperado para los próximos años. Esto crearía algunas presiones inflacionarias que harían más lenta su convergencia a la meta de 2% en 2024-2025, lo cual luce contradictorio con los esfuerzos decididos de la Fed para atajar la inflación.*
- *Un mayor déficit fiscal, y una desinflación lenta en el futuro cercano, implican más necesidades de financiamiento público y fuertes presiones sobre el costo del endeudamiento. En ausencia de políticas monetarias ultraexpansivas, la liquidez del mercado de bonos soberanos en EEUU se ha deteriorado, creando presiones adicionales sobre las tasas de interés de los mercados de deuda.*
- *Esta coyuntura ha afectado el apetito por riesgo que se observó desde finales de marzo y que benefició a los activos de mercados emergentes. El simple hecho de ser EEUU la economía más grande del mundo, y sus bonos soberanos el referente mundial libre de riesgo, ha generado una mayor aversión al riesgo global que también ha castigado la renta fija, típicamente títulos con un menor riesgo implícito.*
- *A pesar de lo anterior, existen razones para pensar que estos riesgos sobre los mercados mundiales pueden ser de naturaleza transitoria. Creemos que para el mercado de TES esta coyuntura ofrece oportunidades interesantes, pues no debería afectar la tendencia estructural vista en lo corrido del año.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Gabriel F. Granados
P.S. Mercados Financieros
gabriel.granados@bancoagrario.gov.co



Presiones ocultas

A principios de agosto, Fitch Ratings rebajó la calificación crediticia de largo plazo de EEUU hasta AA+, desde la anterior y máxima nota de AAA, según su escalafón. Desde 2011, cuando otra de las principales agencias de calificación de crediticia (S&P) tomó una decisión similar, la principal economía del mundo no había sido sujeta a una degradación de su nota soberana.

Tres argumentos principales sustentaron para Fitch esta decisión. En primer lugar, se espera que durante los próximos tres años el país experimente un deterioro fiscal no despreciable, pasando de balances deficitarios de 3.7% del PIB en 2022 hasta déficits de 6.3% en 2023, 6.6% en 2024 y 6.9% en 2025¹.

Fitch advierte que lo anterior obedece a: i) un bajo crecimiento económico esperado para los próximos años, que afectará negativamente la dinámica del recaudo (de hecho, Fitch estima que la economía de EEUU entre en recesión entre 4T23 y 1T24); ii) una mayor carga del servicio de la deuda por unos mayores tipos de interés (los más altos en varias décadas); y iii) aumentos de gastos de funcionamiento, en ausencia de reformas a la vista que los contengan.

La decisión de Fitch también tomó en consideración los menores ingresos fiscales que, estructuralmente, podrían tener lugar a partir de 2025. Resulta importante recordar que ese año expiran los recortes de impuestos aprobados en 2017, pero es probable que haya presión política para hacerlos permanentes.

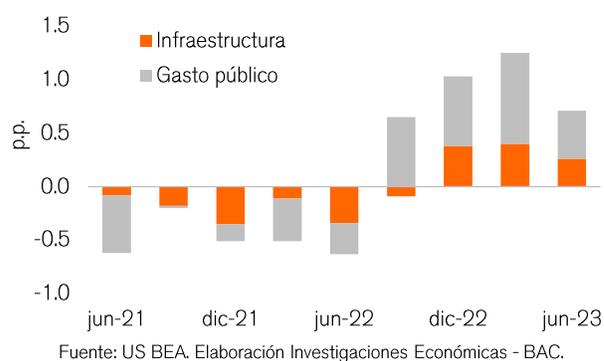
En segundo lugar, y como consecuencia de un mayor déficit fiscal esperado, los niveles de endeudamiento público como razón del PIB se mantendrán altos. Incluso, esa relación podría ser creciente en los años venideros, pues el riesgo de *rollover* de la deuda es alto a la vez que la carga del pago de intereses se ha disparado.

Fitch señaló que a pesar de las reducciones en la relación Deuda/PIB hasta niveles del orden de 113% en 2022-

2023 (desde 122.3% en 2020), los niveles actuales y proyectados hacia el 2025 (118.4%) son superiores a los que se tenían en la pre-pandemia (100.1% en 2019). Además, estarán muy por encima del promedio de países con calificación AAA (39.3%).

En un tercer argumento, Fitch alerta sobre la erosión de la gobernabilidad que ha tenido EEUU durante las últimas dos décadas, lo cual se puede interpretar como un síntoma de pérdida de confianza en el manejo fiscal. Esto se ha manifestado en fricciones repetitivas sobre las negociaciones del techo de la deuda, sus resoluciones de último minuto y sus consecuentes efectos negativos e innecesarios sobre la economía, un problema que habíamos analizado en informes recientes (ver “Nubarrones sobre el techo” en [CE – Mayo 16 de 2023](#)).

Gráfico 1. Contribución del impulso fiscal en EEUU



En nuestra opinión, el punto neurálgico de esta decisión subyace en una creciente (y evidente) presión fiscal, que para Fitch podría llegar a ser permanente. Esto afectaría las métricas de endeudamiento público en EEUU, las tasas de interés de los Tesoros y, en consecuencia, la renta fija internacional. Existen otras presiones que se ocultan en el horizonte y también podrían ser focos de incertidumbre para lo que resta del año en los mercados mundiales.

Por fortuna, existen razones para pensar que estos riesgos sobre el mercado pueden ser de corto plazo y de naturaleza transitoria. En ese sentido, para el mercado de TES esta coyuntura tendría efectos también transitorios,

¹ Fitch Downgrades the United States Long-Term Ratings to AA+ from AAA; Outlook Stable. Descargue el comunicado oficial de Fitch haciendo clic [aquí](#).



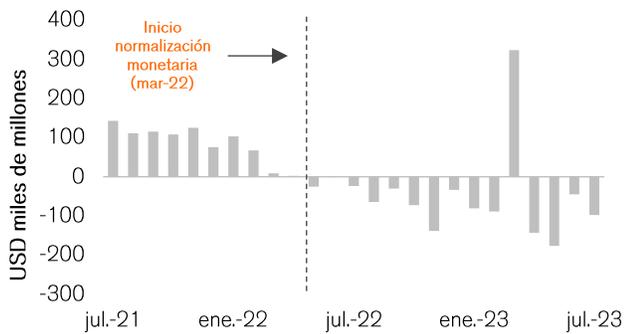
lo que reafirma nuestra expectativa de que correcciones técnicas en la tendencia estructural de valorizaciones en los TES, representan oportunidades muy interesantes de compra.

Mayor déficit, lenta desinflación

Teóricamente, un aumento del gasto público afecta positivamente la demanda interna de la economía y la inflación. Por lo tanto, si el mayor déficit fiscal es inducido por incrementos del gasto público, entonces el déficit tiende a crear presiones inflacionarias y otros desequilibrios macroeconómicos que elevan el costo del endeudamiento.

Una de estas presiones se deriva del impulso fiscal hacia la inversión en infraestructura, una de las banderas de la administración Biden. A través de la Ley Bipartidista de Empleo e Inversión en Infraestructura, el actual Gobierno de EEUU inyectará USD 550 mil millones a la economía, algo que en dólares corrientes representa cerca del 2.2% del PIB.

Gráfico 2. Cambio mensual tenencias de activos Fed



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

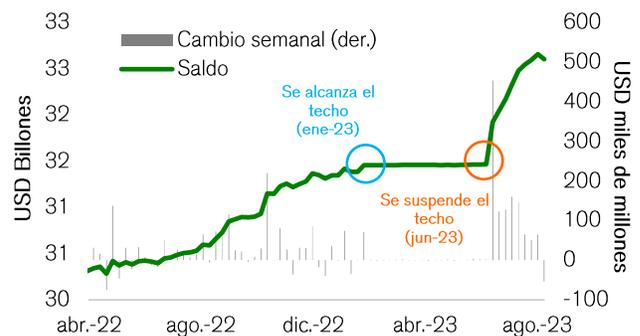
Esta Ley comenzó a implementarse en 2022 y ha tenido resultados tangibles. En efecto, el crecimiento de la inversión en infraestructura, luego de contraerse un 5% trimestre anualizado (t/a) en 2021, comenzó a dinamizarse durante la segunda mitad del año pasado hacia ritmos del 6.1% t/a. Más aún, en lo corrido de 2023 su crecimiento se aceleró significativamente hacia ritmos de 12.8% t/a.

Lo anterior coincide con el mayor gasto contra-cíclico del sector público, que luego de crecer apenas 0.9% t/a en

2022, en lo corrido de este año se ha acelerado hasta 3.8% t/a.

Los efectos en el mercado laboral han sido consistentes con lo anterior. La demanda de trabajo en los sectores de la construcción y el público se ha fortalecido desde 3T22, y en suma explican el 26.7% del aumento total de las nóminas no agrícolas de EEUU en 2023, apoyando por esta vía la estreches del mercado de trabajo y presiones inflacionarias en los salarios.

Gráfico 3. Evolución de la deuda pública total de EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En términos de sus contribuciones, la inversión en infraestructura y el gasto público le han aportado, en conjunto, cerca de 1 p.p. al crecimiento del PIB total desde finales de 2022 (Gráfico 1). Teniendo en cuenta que la expansión promedio del PIB ha sido de 2.3% t/a durante el mismo periodo de tiempo, lo anterior significa que este impulso fiscal ha contribuido en un 43.9% al crecimiento del PIB de EEUU en los últimos tres trimestres.

Un mayor déficit, causado por un impulso fiscal de esta magnitud, luce un poco contradictorio con los objetivos de la Fed de llevar la inflación hacia la meta de 2% en 2024-2025. Además, impone una presión adicional sobre las ya elevadas tasas de interés de la economía de EEUU y sobre las métricas de endeudamiento.

Sin esteroides no hay liquidez

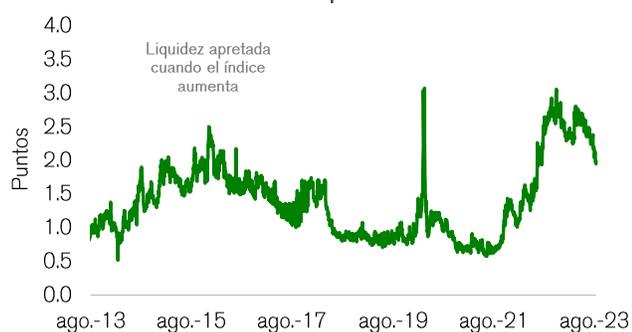
En el marco de su proceso de normalización monetaria y lucha contra la inflación más alta en cuatro décadas, la Fed ha elevado sus tasas de interés de referencia agresivamente desde marzo de 2022. La Fed también ha venido retirando gradualmente la liquidez que inyectó



durante la pandemia (Gráfico 2), manteniendo así la coordinación entre sus instrumentos de política.

Puesto que buena parte de ese estímulo monetario se canalizó a través de compras de activos (principalmente Tesoros), y teniendo en cuenta que la Fed fue el mayor comprador de títulos de deuda pública en años recientes, esta menor demanda está afectando la liquidez del mercado de Tesoros en EEUU (Gráfico 4). Cuando esto ocurre, las tasas de interés del mercado también se distorsionan.

Gráfico 4. Condiciones de liquidez en mercado de UST



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

No solo estos factores de demanda están creando distorsiones. Por supuesto, en la medida que el déficit fiscal de EEUU aumente, la necesidad de financiarlo con más emisión de Tesoros (oferta de bonos) también se elevará, creando aún más presiones al alza en el costo del endeudamiento.

Desde el pasado mes de junio, cuando el Congreso acordó suspender el techo de la deuda hasta enero de 2025, el ritmo de las emisiones de Tesoros se ha incrementado significativamente (Gráfico 3).

En efecto, el promedio mensual de las emisiones de Tesoros en junio-julio fue de USD 565 mil millones, muy superior al ritmo mensual de la segunda mitad de 2022. Antes de alcanzar el techo en enero de este año, ese ritmo promedio se situaba en USD 165 mil millones.

Según nuestras estimaciones, en todos los episodios cuando existió una oferta represada de bonos, asociada al

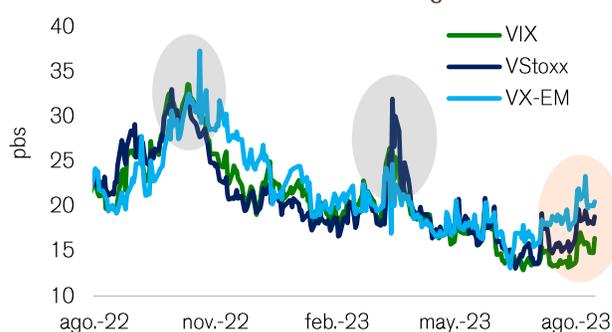
techo de la deuda, los rendimientos de los Tesoros aumentaron en promedio 11 pbs. Este exceso transitorio de oferta genera una presión especialmente fuerte en las tasas de interés de los Tesoros de largo plazo, las cuales tienden a subir cerca de 22 pbs (ver "Nubarrones sobre el techo" en [CE – Mayo 16 de 2023](#)).

En el entendido que esta situación de ausencia de esteroides de liquidez fue atípica durante la era de la política monetaria no convencional² (últimos 13 años), todo lo anterior reafirma una presión al alza sobre las tasas de interés del mercado que va más allá de los movimientos incorporados de la tasa de interés de la Fed. Sobre el particular, la incertidumbre en el corto plazo es todavía elevada.

Pese a la adversidad, hay esperanza

Varios índices de volatilidad implícita en los mercados mundiales, que son mediciones de aversión al riesgo, han aumentado en este entorno. El deterioro en el apetito por riesgo ha sido particularmente notorio en los índices de mercados emergentes. No obstante, los niveles de aversión al riesgo actuales son sustancialmente inferiores a los registrados en episodios pasados de turbulencia, como el de octubre de 2022 y marzo de 2023 (Gráfico 5).

Gráfico 5. Medidas de aversión al riesgo internacional



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En EEUU, los rendimientos de los Tesoros de largo plazo se han incrementado 101 pbs desde sus mínimos registrados en mayo, justo antes de la suspensión del techo de la deuda. Esto es consistente con una mayor

² Inyecciones masivas de liquidez, a través de compras de activos financieros, y tasas de interés de política monetaria en 0%. Este periodo

de tiempo comprende la década posterior a la Gran Recesión de 2008-2009 y el bienio 2020-2021 de la pandemia del COVID-19.



prima de riesgo asociada a las presiones fiscales explicadas previamente.

Naturalmente, por ser los Tesoros el referente libre de riesgo internacional, este ruido se ha transmitido con una sensibilidad no despreciable a todos los mercados mundiales, especialmente los de renta fija. Por supuesto, allí está incluido el mercado local de TES.

Es notable el efecto que este factor externo ha tenido sobre el mercado de TES, haciendo muy fuerte la correlación estadística entre los TES y los Tesoros recientemente. Sin embargo, sería incorrecto asumir que: i) la tendencia estructural de valorizaciones de los TES finalizó por esta coyuntura; y ii) los determinantes externos dominan la escena local.

Gráfico 6. Evolución reciente de los Tesoros y los TES



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés se sustraen de la curva cero cupón.

Una buena forma de demostrarlo es que tomando la misma correlación estadística entre los TES y los Tesoros en lo corrido del año 2023, la cual ha sido negativa en 30.3%. Incluso, entre los meses de mayo y julio donde se concentró la mayor parte del ruido externo, la correlación fue aún más negativa en -76.5% (Gráfico 6). Como lo hemos analizado en informes recientes, los principales determinantes de los TES son de origen local, particularmente los nominales (inflación y tasas de política monetaria).

En la medida que este ruido externo creado por la coyuntura en EEUU se disipe, y que las expectativas de inflación y tasas de interés se sigan ajustando a la baja, seguimos esperando espacios de valorización para los TES COP del orden de 100 pbs de aquí al cierre de año (ver “¿Se siente diciembre?” en [IMDP – Julio 26 de 2023](#)).



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
