

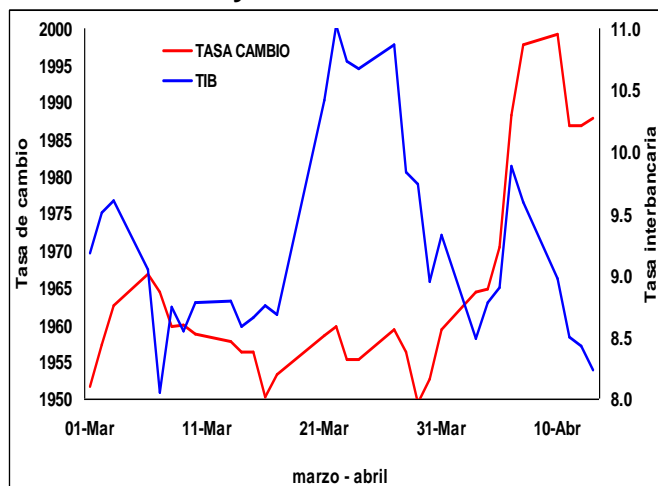


## ¿QUÉ PASA CON LOS SPREADS DE LA DEUDA?

Como era de esperarse, la tensión política que surgió con el anuncio del referendo y la revocatoria del mandato del Congreso dio paso a una sobre-reacción de los mercados; la tasa de cambio, la tasa interbancaria y los spreads de la deuda reaccionaron al alza.

Sin embargo, la magnitud y duración de la reacción ha sido diferente en cada variable. La más pequeña fue la de la tasa interbancaria; apenas subió 1.4 puntos porcentuales entre el 3 y 6 de abril, para luego retornar a la tendencia descendente que traía desde mediados de marzo. La tasa de cambio, que venía fluctuando alrededor de \$1955, reaccionó rápidamente y aumentó en cerca de \$50 entre el 31 de marzo y el 10 de abril; parece que la calma ya ha retornado y la tasa se mantiene estable alrededor de \$1987 (gráfico 1). En cambio, los spreads de la deuda no sólo mostraron una mayor reacción (aumento de 142 puntos entre el 30 de marzo y el 11 de abril), sino que todavía no modifican su presión al alza.

**Gráfico 1**  
Tasa de cambio y Tasa interbancaria



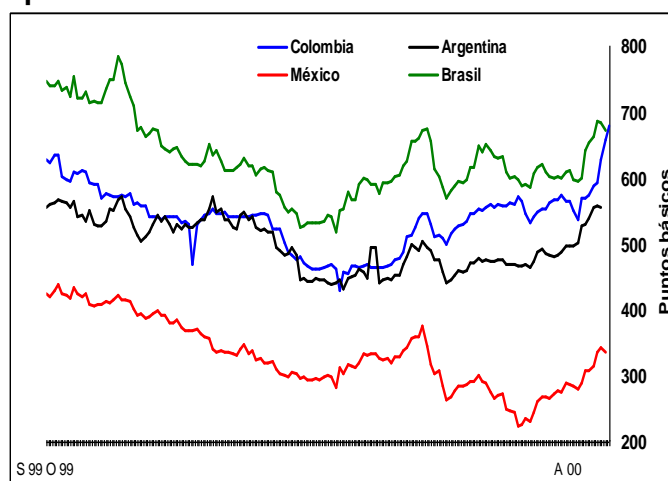
Fuente: Banco de la República y Asobancaria

¿Por qué los spreads tienen este comportamiento? ¿En realidad es la tensión política la causante de ese aumento? Nos proponemos examinar el tema con algo de detalle para tratar de responder esos interrogantes.

### No estamos solos

Es necesario destacar que el comportamiento reciente de los spreads colombianos no es único y aislado de los del resto del mundo; incluso es difícil señalar qué parte del aumento obedece a la situación política del país y qué parte a otros factores. Como se observa en el gráfico 2, los spreads de Colombia siguen las mismas tendencias de los otros tres países latinoamericanos incluidos en la comparación.

**Gráfico 2**  
Spreads de deuda latinoamericana



Fuente: Ministerio de Hacienda

Después del formidable aumento durante la crisis asiática, los spreads iniciaron una tendencia descendente que se observó hasta finales del año pasado. En lo corrido del año 2000, todos los spreads mantienen una tendencia ascendente.

En el gráfico es claro que el comportamiento de los spreads de Colombia no rompen la tendencia global; incluso, para los primeros diez días de abril no se notaba una diferencia sustancial que pudiera identificar el efecto de la situación política; mientras que los spreads colombianos aumentaron 16%, con respecto al 31 de marzo, los de México lo hicieron en igual proporción y los de Brasil crecieron 12%; la excepción fue Argentina, con un aumento de 5.1% en los primeros siete días, pero, aún así, presenta un cambio respecto a la estabilidad que mostraba desde mediados de febrero.

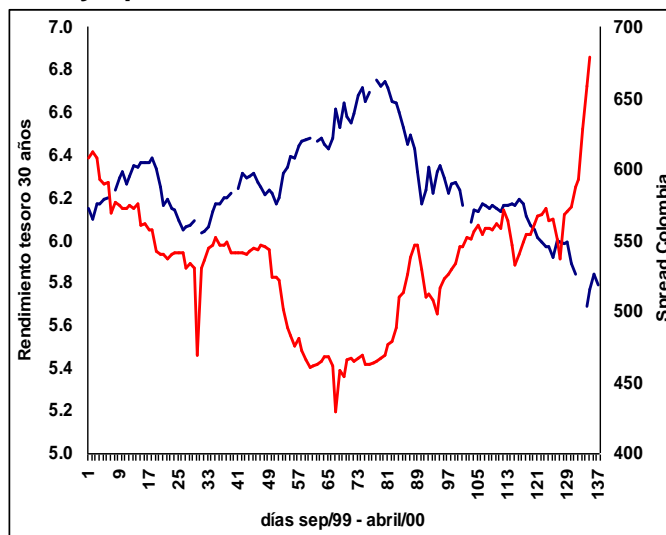
En opinión de los analistas de mercados, el cambio de tendencia obedece a la caída en los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, a las expectativas de continuos aumentos de las tasas de interés de ese país y a la creciente inestabilidad de las bolsas, especialmente del Nasdaq.

En el *Americas Debt Report* del 14 de abril –análisis diario del mercado de deuda, realizado por el Standard Bank de Miami–, se menciona que “la venta masiva en los mercados de valores de Estados Unidos sigue deprimiendo la demanda de deuda latinoamericana... los inversionistas se inhiben de aumentar sus posiciones actuales mientras subsista la volatilidad de los mercados financieros externos”.

Simultáneamente, la mayor demanda de títulos del Tesoro, ocasionada por la inestabilidad del mercado accionario, hace que aumente su precio y caiga su rendimiento; en opinión de los analistas, este proceso de *flight to quality* también ha repercutido en una menor demanda de deuda latinoamericana, con lo cual cae el precio y aumenta el spread<sup>1</sup>. En el gráfico 3 se puede apre-

ciar la relación entre el rendimiento del bono del tesoro de 30 años y el spread de la deuda colombiana.

**Gráfico3**  
**Rendimiento bonos del Tesoro norteamericano y Spread de los bonos colombianos**



Fuente: Federal Reserve Board y Ministerio de Hacienda

**Otras cosas**

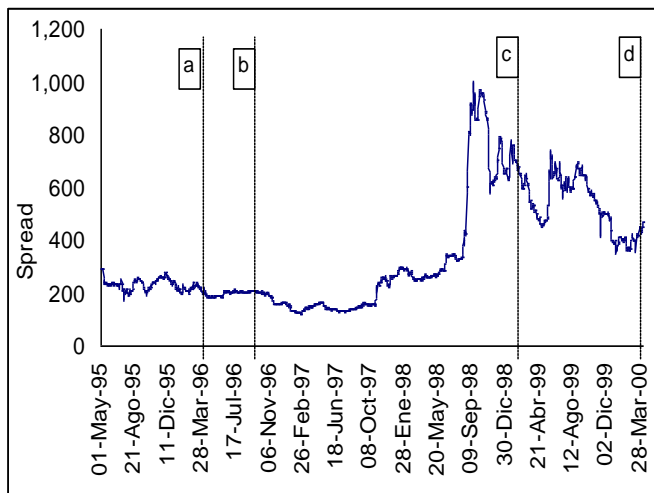
En el comportamiento reciente de los spreads también es necesario tener en cuenta el cambio de calificación de la deuda colombiana. La pérdida del grado de inversión tiene dos efectos importantes; en primer lugar, se impone la necesidad de pagar un mayor spread para reflejar la percepción de mayor riesgo en los mercados financieros internacionales; en segundo lugar, la elasticidad de los spreads es mayor a medida que se pasa a niveles de calificación menores. Kamin y Kleist encontraron que “un deterioro de la calificación dentro del grado de inversión, por ejemplo de BBB+ a BBB, ocasiona un incremento del spread del 21%... Un deterioro dentro del grado especulativo puede llevar a un incremento del 26% en el spread”<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Esa relación es la esperada por la literatura académica, como lo señala un trabajo de economistas del National Bureau of Economic Research: “Cuando aumenta la tasa de bonos del Tesoro los Estados Unidos, declina el número de emisiones de deuda de las economías emergentes en el mercado. Esta menor oferta aumenta el precio de sus bonos, lo que equivale a una reducción del spread”. Barry Eichengreen and Ashoka Mody “What explains changing spreads on emerging market debt: Fundamentals or market

sentiment?”. *NBER Working Paper Series* No. 6408. February 1998.

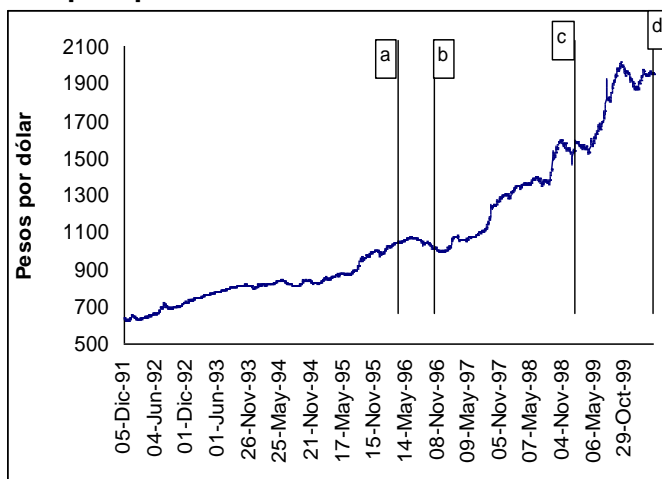
<sup>2</sup> Steven Kamin and Karsten von Kleist “The evolution and determinants of emerging market credit spreads in the

**Gráfica 4a**  
**Choques políticos en el spread**



a. 21 de enero de 1996: Habla Botero  
 b. 21 de julio de 1996: Le quitan la visa a Samper  
 c. 6 de enero de 1999: Instalación mesas de negociación  
 d. Abril 2000: Anuncio de Referendo  
 Fuente: Ministerio de Hacienda y Asobancaria

**Gráfica 4b**  
**Choques políticos sobre la tasa de cambio**



a. 21 de enero de 1996: Habla Botero  
 b. 21 de julio de 1996: Le quitan la visa a Samper  
 c. 6 de enero de 1999: Instalación mesas de negociación  
 d. Abril 2000: Anuncio de Referendo  
 Fuente: Banco de la República y Asobancaria

Finalmente, los episodios de tensión política no parecen ocasionar un efecto notable en el comportamiento de los spreads; para el caso de Colombia, el examen de las fechas clave en la crisis política del gobierno anterior no permite demostrar la existencia de un impacto notable ni en los spreads ni en la tasa de cambio (gráfico 4). Se realizó el mismo ejercicio para el caso de Venezuela con las fechas en que se anunció la constituyente y la amenaza de cierre del Congreso; no se observaron comportamientos que puedan ser atribuidos a esos hechos.

**Conclusiones**

Los argumentos expuestos conducen a la conclusión de que la sobre-reacción de los spreads durante el mes de abril no pueden atribuirse en su totalidad a la tensión política provocada por el anuncio del referendo. Hay un comportamiento ascendente desde comienzos del año que parece responder en primera instancia al comportamiento del mercado de valores de los Estados Unidos y a las fuertes expectativas de aumento de las tasas de interés en ese país. También se debe considerar que la pérdida del grado de inversión acarrea un cambio de nivel en los spreads; esa situación coincidió con un periodo de tendencia descendente, que no permitió apreciar el efecto de la nueva calificación. Finalmente, las situaciones de crisis política no parecen reflejarse de forma notoria en los spreads de la deuda.

Lo anterior no significa que el cambio ocurrido en la correlación de fuerzas entre el Gobierno y el Congreso, y el riesgo de una severa lucha de poderes, no incidan en el desempeño de la economía. Pero los eventuales efectos sólo podrán apreciarse más adelante, cuando sepamos si las instituciones resultaron fortalecidas o si la gobernabilidad del país resultó todavía más deteriorada. Y en todo caso de manera indirecta: a través de las tasas de crecimiento de la inversión privada.

1990s". Bank for International Settlements. *BIS Working Papers* No. 68, May 1999.