



Mercado de TES: COYUNTURA RECIENTE

Recientemente diversos medios y analistas han llamado la atención sobre la tensa situación por la que atraviesa el mercado de TES. Dos de los acontecimientos más destacados de las últimas semanas son una clara muestra de que esta preocupación no es infundada:

- Dos firmas comisionistas de bolsa incumplieron obligaciones con establecimientos de crédito y se vieron forzadas a suspender operaciones.

- La tasa de interés de los TES ha subido aceleradamente; en algunos casos el aumento superó los 540 puntos básicos.

Diversas explicaciones se han aventurado. Desde luego, la primera de la que echan mano los analistas es la pérdida de confianza; según esta interpretación, los inversionistas perciben como no sostenibles las finanzas del gobierno. Para otros, es que la liquidez no se está irrigando al interior del sistema.

En realidad la coyuntura reciente es compleja y cada día va integrando nuevos elementos que hacen más difícil un diagnóstico.

En esta edición de *La Semana Económica* queremos ofrecer algunas herramientas de análisis con el objeto de contribuir a esclarecer la complicada situación del mercado de TES.

Precios a la baja

Sin duda, el incremento de las tasas de interés de los TES fue el disparador de las alarmas en la reciente agitación del mercado. Si bien es cierto que desde la segunda mitad del 2000 dichas tasas registraron una sostenida reducción, a partir de julio de este año la tendencia se revirtió al alza.

Es importante señalar que estos incrementos (más evidentes en las últimas dos sema-

nas), se presentaron en las tasas de TES a todos plazos en el mercado primario (cuadro 1).

Cuadro 1
Tasas de interés de TES a plazos en el mercado primario

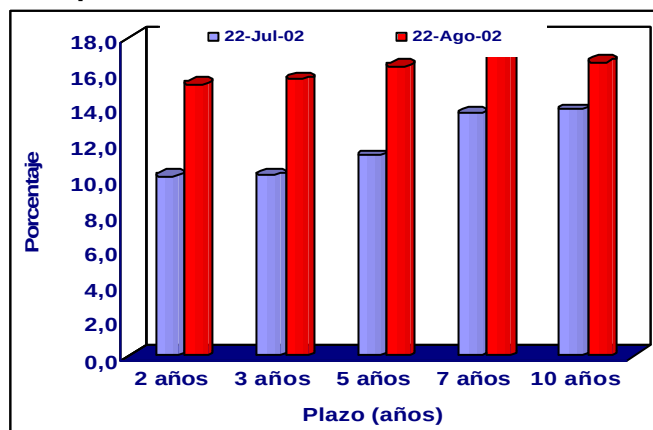
Plazo	28-Jun-02	16-Ago-02	Diferencia
1 año*	8,40	10,50	2,10
2 años	9,90	11,69	1,79
3 años	10,88	13,20	2,32
5 años	11,80	15,00	3,20
7 años	12,10	15,35	3,25
10 años	12,58	15,70	3,12

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

* La última fecha de los TES a un año corresponde al 23 de agosto de 2002.

Las cifras son aún más contundentes al analizar los resultados del mercado secundario. En el siguiente gráfico se observa que el incremento en la tasa de TES a 2 y 3 años fue superior a los 500 puntos básicos durante el último mes. Un comportamiento similar se observa para el resto de plazos (gráfico 1).

Gráfico 1
Tasas de interés de TES a plazos en el mercado primario



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

La pregunta que surge es por qué subieron las tasas de interés o, lo que es lo mismo, por qué cayó el precio de los TES. La respuesta de los operadores del mercado es que hay un exceso de oferta de títulos. Lo siguiente es tratar de entender qué fue lo que la generó.

Ahora bien, la racionalidad de los mercados apunta en dos direcciones: o bien la caída del precio va seguida de un aumento de la demanda que tiende a devolverlo a su nivel de equilibrio, o el comportamiento de los mercados obedece a una corrección, en cuyo caso el precio de equilibrio tenderá a ubicarse en un nuevo nivel.

Para el caso que nos ocupa, si la demanda aumenta, los precios de los TES deben recuperar lo perdido en las últimas semanas, en caso contrario, deberían estabilizarse en los niveles actuales. Si esta última situación es la que prima, cabe esperar un acomodamiento de los demás precios financieros de la economía.

Las causas del problema

Detrás de la situación observada recientemente, existen factores externos e internos que analizamos a continuación, todos ellos conducentes a una mayor oferta de TES.

*Complicado entorno internacional

No cabe duda de que en estos momentos la situación financiera internacional no es la mejor. Basta con echar un vistazo a países como Brasil, Argentina, Uruguay, Ecuador y Venezuela para darse cuenta de ello. El caso de Brasil es muy representativo por ser la economía más grande de la región y por generar los mayores efectos sobre la percepción de riesgo país por parte de los inversionistas extranjeros.

En este país las finanzas del gobierno registran un superávit primario equivalente al 3% del PIB. Sin embargo, el temor de que éste no honre su deuda externa si llega a la presidencia un miembro del partido populista se ha visto reflejado en el deterioro de su percepción de riesgo por parte de la comunidad financiera internacional. Prueba de ello la constituye el hecho de que los

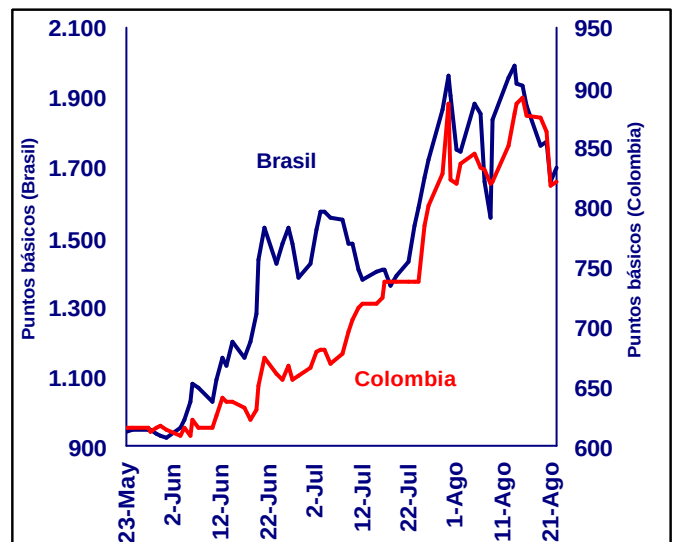
spreads de su deuda externa se hayan duplicado en los últimos meses.

La mayor percepción de riesgo internacional sobre Brasil propició un deterioro en los precios de los títulos de deuda pública externa de buena parte de los países de la región.

Colombia ha visto, en guardadas proporciones, una reducción en el precio de sus títulos de deuda pública externa. No es una coincidencia que los episodios de mayor deterioro de los *spreads* de Brasil sean los mismos que se han observado en Colombia (gráfico 2). En efecto, los *spreads* de los bonos *yankees* se incrementaron en más de 214 puntos básicos durante los dos últimos meses.

Gráfico 2

Spreads de la deuda de Colombia y Brasil (Bonos global 2027)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

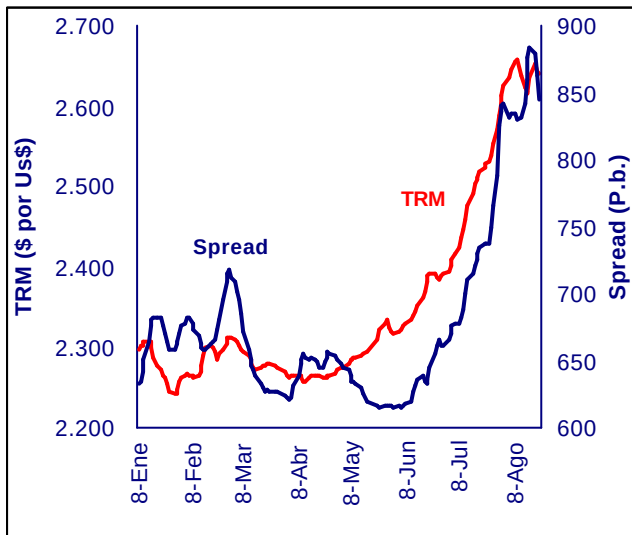
Frente al mayor riesgo percibido, los *spreads* se incrementan por dos razones complementarias. De un lado, aumenta la oferta de títulos de deuda y su precio se empieza a reducir. De otro, los inversionistas menos aversos al riesgo están dispuestos a comprarlos siempre que la rentabilidad sea mayor.

En el episodio reciente, el aumento de la rentabilidad de los bonos de deuda externa colom-

biana (*yankees*) los tornó más atractivos que cualquier otro título del mercado interno; en efecto, su rentabilidad ha superado el 17%, incluyendo devaluación. Esto incentivó a algunos inversionistas colombianos a sustituir títulos en moneda local por *yankees*.

Entre otros factores, este es un hecho que contribuye a explicar el aumento de la devaluación observada en los últimos meses (gráfico 3).

Gráfico 3
TRM y spread de la deuda pública externa colombiana (promedio móvil de orden 4)



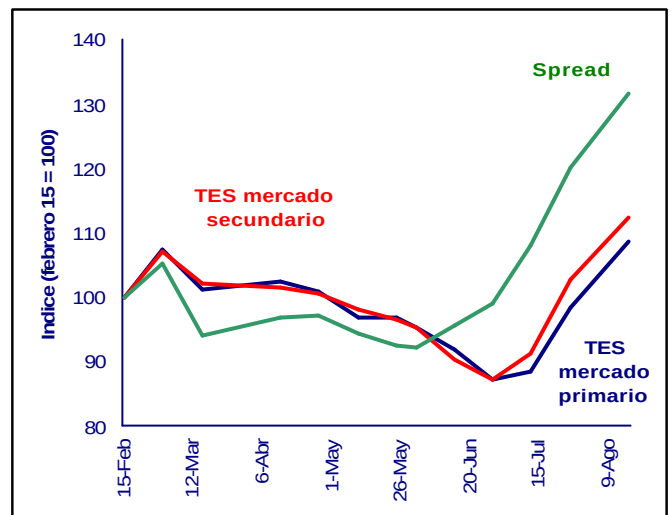
Fuente: Banco de la República y Ministerio de Hacienda. Cálculos Asobancaria

Pero sin duda, la consecuencia más importante fue el considerable incremento de la oferta de títulos de deuda pública interna. Al no encontrar una respuesta equivalente del lado de la demanda, los precios empezaron a caer, generando incrementos de las tasas de rendimiento de estos títulos.

*La situación interna

En el siguiente gráfico se puede observar cómo el comportamiento de los *spreads* de la deuda externa es seguido con un rezago por los rendimientos de la deuda interna.

Gráfico 4
Indice de *spreads* y TES del mercado primario y secundario a 10 años



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Cálculos Asobancaria

El exceso de oferta pudo generar cambios transitorios en los precios y la rentabilidad de la deuda interna. Sin embargo, el cambio de la tendencia descendente de la tasa de los TES desencadenó otros factores.

La reducción de las tasas de interés de los TES llevó a los comisionistas de bolsa a asumir una creciente posición propia en títulos de deuda, sostenida mediante fondeos con el sector financiero¹. Se generó de esta forma una especie de pirámide en la que estas entidades adquirían TES, que luego servían de colateral para los fondeos en el sistema financiero. La liquidez así obtenida se utilizaba en la compra de más TES y su subsiguiente fondeo.

La valoración a precios de mercado de estos títulos dio suficiente garantía para los fondeos mientras las tasas bajaron. Pero todo cambió abruptamente al modificarse la tendencia.

La única salida que encontraron fue liquidar títulos para cumplir con las obligaciones que se vencían. Pero con ello siguió aumentando la oferta

¹ Los fondeos son un derivado de muy corto plazo, que le da liquidez a los portafolios.

de títulos en el mercado y la consecuente caída de su precio.

Si bien todos los actores del mercado están actuando racionalmente y cumpliendo las normas vigentes, el resultado que tenemos hoy es el siguiente:

- La oferta de títulos es creciente, mientras que la demanda se mantiene estática a pesar de que los precios son muy bajos. No se compra más por temor a que los precios sigan cayendo.

- La liquidez monetaria de la economía es abundante, pero en el mercado de TES la liquidez se ha reducido notablemente.

- Quizás lo más sorprendente de este balance es que los más afectados hasta ahora son los portafolios más conservadores frente al riesgo.

Comentarios finales

Factores externos, como la difícil situación por la que atraviesa Brasil e internos como la turbulencia cambiaria, la mayor oferta de TES y las necesidades de liquidez por parte de algunos agentes del mercado, son las causas fundamentales de la actual coyuntura del mercado de títulos.

En cambio, no hay fundamentos para afirmar que se ha perdido la credibilidad y la confianza en los títulos de deuda del país, tanto en los mercados internacionales como en los domésticos.

Lo cierto es que estamos observando una paralización de los mercados en la que las reacciones de los agentes prolonga el problema. Por este motivo, es importante encontrar soluciones concretas que irrigen nuevamente la liquidez que el mercado requiere.