



Mercado de Deuda Pública:

LAS TASAS DE LOS TES SIGUEN ALTAS

La tendencia a la baja que venían registrando las tasas de interés en el mercado de deuda pública, durante el tercer trimestre del año 2002, se vio interrumpida por un fuerte incremento, que alteró el mercado.

Las razones para este cambio parecían estar ligadas al deteriorado entorno económico en América Latina y a la incertidumbre sobre la posición del nuevo gobierno con respecto a temas como el conflicto armado y el rumbo de la política económica.

Al finalizar marzo de este año, se observa que las tasas de interés de los títulos de deuda del gobierno se encuentran en niveles similares a aquellos observados entre julio y septiembre de 2002.

Sin embargo, esta vez los motivos para este comportamiento de la deuda pública parecen estar relacionados más con factores internos que externos. Dentro de ellos se destacan la aceleración de la inflación, el incremento en las tasas de intervención del Banco de la República, que se ha transmitido a las tasas de los TES, las expectativas sobre futuros incrementos de éstas y la suerte del referendo.

La presente edición de la Semana Económica muestra cuál ha sido el comportamiento del mercado de deuda pública, en especial cómo han variado las tasas de interés en los mercados primarios y secundarios de TES y cuáles pueden ser sus causas. Adicionalmente, se hace un análisis del financiamiento del gobierno para 2003 y su evolución al finalizar el primer trimestre del año, frente a años anteriores.

2001 y 2002: Cuando cayeron los TES

Desde principios de 2001 y hasta el primer semestre de 2002, las tasas de interés de los TES mostraron una clara tendencia a la baja. Durante este período las tasas de colocación de

deuda pública cayeron en promedio 540 puntos básicos, destacándose la caída en 580 puntos básicos en la tasa de interés de los títulos a un año (Cuadro 1).

Cuadro 1

Cambio en las tasas de colocación de los TES

Plazo	Enero 2001	Junio 2002	Diferencia
1	14,3	8,5	-5,8
2	15,5	9,9	-5,6
3	16,0	10,9	-5,1
5	17,0	12,0	-5,0

Fuente: Banco de la República, cálculos: Asobancaria

De forma similar, entre enero y junio de 2002, las tasas de interés en el mercado secundario registraron un comportamiento parecido a las del mercado primario. Durante estos seis meses se observó una reducción promedio de 250 puntos básicos, en especial sobre los títulos a uno y dos años cuyas tasas cayeron 340 puntos básicos (Cuadro 2).

Cuadro 2

Cambio en las tasas de interés en el mercado secundario

Plazo al Vencimiento	Enero 2002	Junio 2002	Diferencia
1	12,1	8,6	-3,4
2	13,5	10,1	-3,4
3	13,7	11,1	-2,7
4	14,1	11,8	-2,3
6	14,3	12,4	-1,8

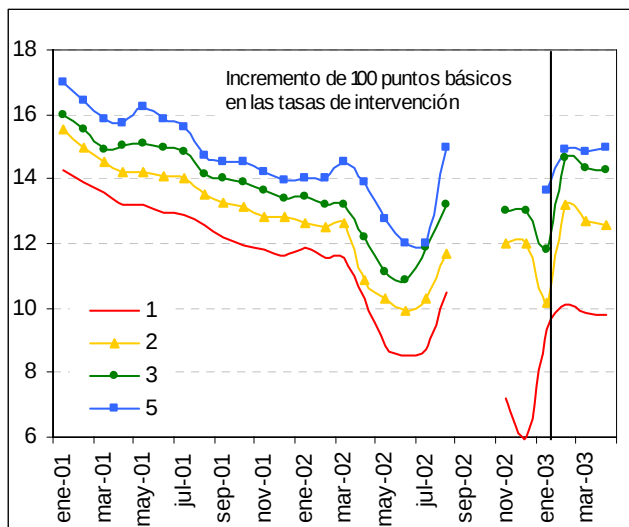
Fuente: Banco de la República, cálculos: Asobancaria

Sin embargo, esta tendencia se revirtió entre los meses de julio y septiembre de 2002, cuando las tasas de interés de los Títulos de Tesorería del Gobierno (TES) registraron un marcado incremento.

Es así como entre finales de junio y agosto de 2002, las tasas de colocación de estos pape-

les aumentaron doscientos cuarenta puntos básicos en promedio, en un momento en que las tasas de intervención del Banco de la República se encontraban en un mínimo histórico. De igual forma, en el mercado secundario el incremento promedio en el mismo período fue de trescientos puntos básicos.

Gráfico 1
Tasas de TES en el mercado primario



Fuente: Banco de la República, cálculos: Asobancaria

Después de este aumento, el gobierno suspendió las subastas de estos títulos hasta el último bimestre del año. En ese momento el resultado fue favorable para las colocaciones en el mercado primario, teniendo en cuenta que las tasas de los títulos a un año registraron una caída de cuatrocientos puntos básicos frente al nivel registrado en agosto. Sin embargo, las tasas para los títulos a dos y tres años se mantuvieron en los mismos niveles observados en dicho mes.

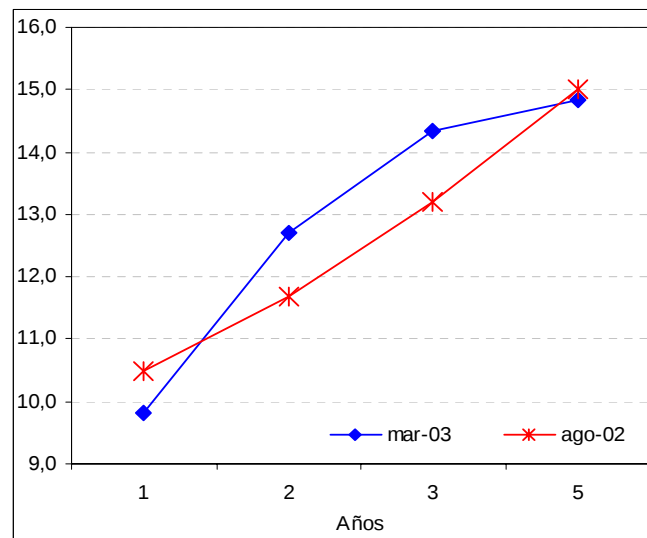
¿Cómo están las tasas hoy?

Como se mencionó en la introducción, la primera conclusión que se puede obtener al analizar el comportamiento de las tasas de interés de los TES, en el primer trimestre de 2003, es que han aumentado frente a las del mismo período de 2002. Hoy en día, se encuentran en niveles simi-

lares a los que tenían en agosto y septiembre de ese mismo año.

Para el caso específico del mercado primario, a marzo de 2003 las tasas de interés promedio a las cuales el gobierno colocó deuda de diferentes plazos, eran iguales o superiores a las de agosto de 2002, con la excepción de las de los títulos a un año.

Gráfico 2
Tasas de Colocación Promedio Mes en el Mercado Primario

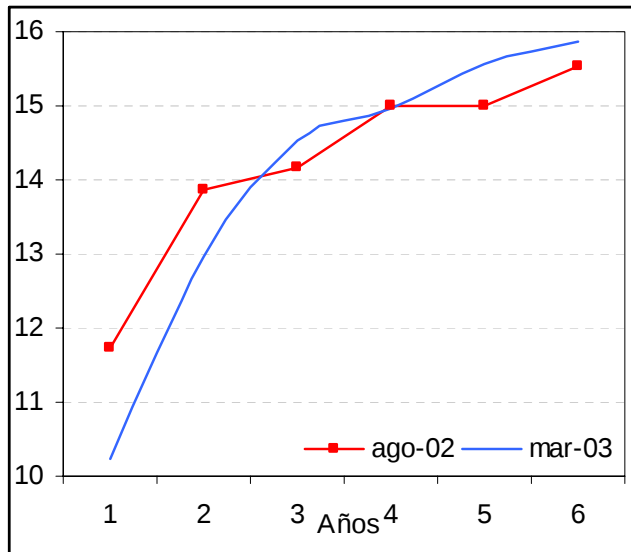


Fuente: Banco de la República, cálculos: Asobancaria

Algo similar se puede concluir de las tasas de TES en el mercado secundario. En el gráfico 3 se puede ver claramente que al mes de marzo de 2003, las tasas de negociación de los TES de mediano plazo se encuentran por encima de los niveles observados en agosto.

Es importante destacar que en el primer trimestre del año, la curva de rendimientos de los TES se ha empujado con respecto a la observada en agosto del año pasado. Ello se debe a que el gobierno está pagando una mayor tasa de interés sobre los títulos que vencen en el mediano plazo. Esto permite pensar que la percepción del mercado sobre el programa económico en el futuro cercano no es tan positiva o al menos refleja dudas.

Gráfico 3
Tasas Promedio Mes de los TES en el Mercado Secundario



Fuente: Banco de la República, cálculos: Asobancaria

¿Qué explica este comportamiento?

Existen factores externos e internos que ayudan a explicar el comportamiento de las tasas de interés de los TES en los últimos años.

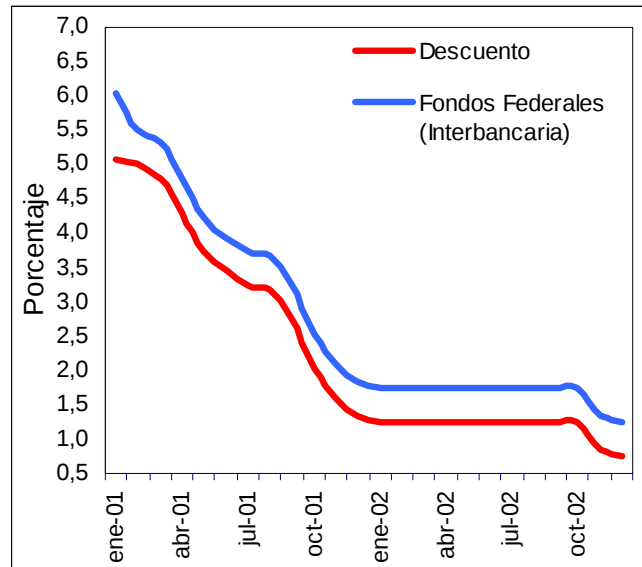
La fuerte reducción que se registró entre enero de 2001 y junio de 2002 en las tasas de los mercados primario y secundario se explica, en gran medida, por la política monetaria interna y externa. En ambos casos, ella estuvo encaminada a proveer suficiente liquidez a los mercados, con el fin de favorecer la reactivación económica.

En este sentido, las tasas de interés fijadas por la Reserva Federal fueron reducidas constantemente durante el período en mención, llegando así a niveles históricamente bajos desde principios de 2002 (Gráfico 4).

De igual forma, la política monetaria del Banco de la República estuvo dirigida a proveer mayor liquidez al mercado interno. Al analizar la tendencia de las tasas de intervención del emisor, se ve una clara reducción de éstas. Dicha política presionó una reducción de las tasas de interés del mercado de deuda pública lo que favoreció el comportamiento de las tasas de interés de los TES (Gráfico 5). Lo anterior refleja una clara rela-

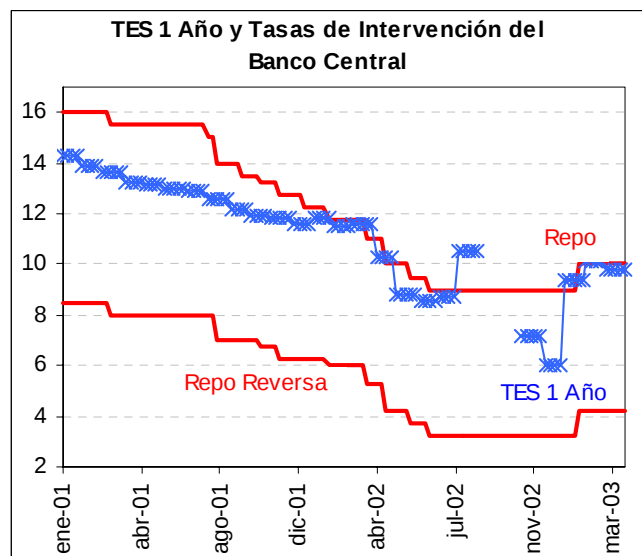
ción entre las decisiones de política monetaria y las tasas a las cuales se enfrenta el gobierno en el mercado interno.

Gráfico 4
Tasas de Interés de la Reserva Federal



Fuente: Reserva Federal de los E.E.U.U

Gráfico 5
Tasas de Intervención del Banco Central



Fuente: Banco de la República

Además, durante este período se registró una alta demanda por los títulos del gobierno, fundamentada en la recesión económica y la falta de confianza en la economía.

De otra parte, la subida en las tasas observada en el tercer trimestre de 2002 fue resultado de un incremento en la percepción de riesgo internacional sobre la región y en especial sobre Brasil. Esto se tradujo en mayores spreads de la deuda externa de Colombia y en un aumento en la tasa de los bonos internos¹.

Adicional a esto, la evolución de las tasas de los TES también se afectó por la incertidumbre sobre el manejo que el nuevo gobierno daría a temas como la economía y el conflicto armado.

Los factores mencionados anteriormente fomentaron la venta de TES por parte de agentes del mercado, lo cual, sumado a las limitaciones en cuanto a la profundidad del éste y al manejo adecuado del riesgo, presionaron un alza en las tasas de estos títulos.

Para mejorar la percepción del mercado sobre la política económica del gobierno, éste acudió al FMI con el fin de renegociar un acuerdo de ayuda financiera y obtener el aval de esta institución a su programa económico.

Adicionalmente, el gobierno obtuvo recursos de entidades multilaterales para completar el financiamiento de ese año. Debido a esto pudo suspender las subastas de TES por espacio de dos meses, y limitar la oferta de títulos en el mercado, lo cual ayudó a fortalecer la demanda por estos papeles.

De otra parte, el Banco de la República colaboró a calmar el mercado al realizar una compra definitiva de TES por \$230 miles de millones al finalizar agosto y reducir así la oferta de títulos en el mercado.

El incremento en las tasas de los TES en el 2003

El incremento que se ha registrado durante el primer trimestre del año en las tasas de los TES, es también resultado de varios factores.

Por un lado, la aceleración de la inflación, la cual asciende a 7.6% a marzo, que obliga a los agentes del mercado a exigir mayores tasas. Esto se explica porque las tasas que éstos cobran son iguales a la inflación esperada más una tasa de interés real. Al subir la inflación, es normal que suba la tasa de interés para poder mantener la rentabilidad esperada.

De manera similar, la decisión del emisor de aumentar las tasas de intervención en enero pasado tuvo un impacto directo sobre la rentabilidad del mercado y por ende la de los TES. Al hacerlo, sube el costo de los recursos con los cuales los creadores de mercado fondean las compras TES, y en consecuencia, estos tienen que exigir una mayor rentabilidad de los títulos. Esto coincide con el efecto de la política monetaria sobre las tasas de los TES, que se ha observado en otros períodos.

Otro factor que ha presionado las tasas de los TES, es la posibilidad que existe de que el Banco de la República vuelva a aumentar las tasas de intervención en el corto plazo, como medida para controlar la inflación. Si la junta directiva del emisor decide irse por este camino, se debería registrar un nuevo incremento en las tasas de los TES, tanto en el mercado primario como en el secundario.

Por último, un factor que ha afectado el comportamiento de estos títulos, y de la economía en general, es la incertidumbre que existe con respecto al referendo. Hoy en día no es claro la declaración de exequibilidad por parte de la Corte Constitucional y menos aún su aprobación en las urnas. De no obtenerse los resultados esperados a través del referendo, aumentarían las necesidades de financiamiento del gobierno, lo que se podría traducir en una mayor oferta de TES, y se dificultaría el cumplimiento de la meta de déficit acordada con el FMI.

Esto último presionaría un incremento en las tasas de mercado hasta que el gobierno logre encontrar una forma de cubrir el ahorro faltante y devolver la confianza al mercado sobre el programa de ajuste del gobierno.

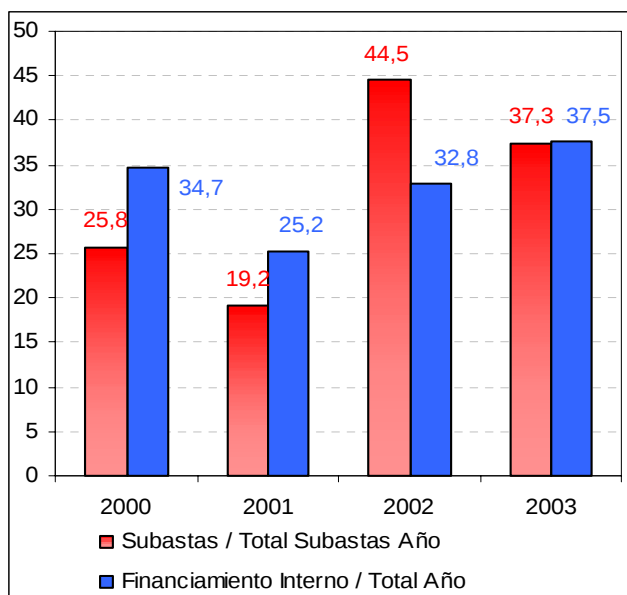
¹ Para mayor información sobre este tema consultar la Semana Económica número 371 del 23 de agosto de 2002.

Financiamiento del Gobierno Nacional Central

Como se mencionó anteriormente, en los meses de septiembre y octubre de 2002, el gobierno no realizó subastas de deuda interna, a la espera de una mejora en las tasas de interés. No obstante, en ese momento, el financiamiento para ese año se había realizado casi en su totalidad, por lo que no volver a salir al mercado a captar recursos, puesto que las condiciones no eran las idóneas, era una opción para el gobierno.

Sin embargo, ese no es el caso hoy en día. Mientras que en agosto de 2002 el gobierno había captado a través de subastas de TES el 100% del total de recursos que se recibiría a través de este mecanismo, a la fecha ha recaudado el 37% de lo que se espera captar través del mismo en 2003.

Gráfico 6
Financiamiento Interno en el Primer Trimestre



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Por lo tanto, es indispensable que siga con el cronograma de subastas a pesar de que esté pagando tasas de interés superiores a aquellas de hace un año. En ese entonces las tasas de intervención del banco se encontraban en el mismo nivel que hoy en día pero la tasa de coloca-

ción promedio era de 10.7% y no de 12.9%, como hoy en día.

Al revisar fuentes y usos del Gobierno Nacional Central para el año 2003, se observa una disminución de 4%, frente al 2002, en el total de recursos que éste espera obtener del mercado interno.

Por un lado, el total de operaciones forzosas y convenidas para 2003 son 10% inferiores a las de 2002. Esto se debe en gran parte a la menor capacidad de compra de TES de las entidades públicas, en especial del Seguro Social.

Por otro lado, el total de recursos que el gobierno espera recibir a través de subastas asciende a \$5.4 billones, superior en 4% al observado en 2002. Sin embargo, es importante destacar que entre 2001 y 2002 el gobierno redujo en 18% el monto total recaudado a través de subastas (Cuadro 3).

Cuadro 3
Financiamiento Interno del GNC

	2002	2003	Crecimiento %
Subastas	5.286	5.499	4,0
Convenidas & Forzosas	7.656	6.898	-9,9
Total	12.943	12.397	-4,2

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

La decisión del gobierno de reducir su financiamiento interno busca controlar la oferta de TES en el mercado y evitar situaciones como la observada en agosto de 2002, cuando los precios de los títulos de deuda pública cayeron considerablemente.

Finalmente, en el primer trimestre del año, el gobierno ha realizado subastas por \$2 billones de pesos, lo que equivale a una reducción del 13% frente al mismo período de 2002. No obstante, al incluir las operaciones forzosas y convenidas, el recaudo en los primeros tres meses de 2003 es 9.5% superior al del primer trimestre de 2002. Este equivale al 37.5% del total proyectado para 2003, mientras que en 2001 y 2002 este ascendió a 25% y 32.8%, respectivamente.

Conclusiones

El comportamiento observado durante el primer trimestre del año en las tasas de interés de los TES parece confirmar que la tendencia a la baja no se reanudará en los próximos meses.

Hoy en día se encuentran en niveles similares a los observados entre julio y septiembre de 2002, cuando por factores de incertidumbre se registraron incrementos superiores a los 250 puntos básicos para algunos plazos.

Este alto nivel de las tasas está explicado, por un lado, por la aceleración de la inflación y la decisión del emisor de subir las tasas de intervención, lo que obligó a los agentes del mercado a exigir mayores tasas para mantener su rentabilidad. De otra parte, la incertidumbre que existe en el mercado con respecto a la aprobación del referendo y a un nuevo incremento en las tasas de intervención del banco. Esto lleva a los agentes a exigir una mayor rentabilidad hoy para compensar futuros incrementos.

Al analizar las cifras del financiamiento del Gobierno Nacional Central, es claro que hoy en día éste no puede salir al mercado a la espera de una mejora en las tasas de interés, dado que a través de subastas sólo ha recaudado el 37% del total proyectado para el 2003.

Además, no compartimos la idea de financiar faltantes del mercado interno a través del mercado externo, debido a dos factores principalmente. El primero tiene que ver con los efectos distorsionantes que este tipo de endeudamiento genera en el largo plazo. El otro se centra en el alto nivel de la deuda externa, lo que hace vulnerable su servicio frente a aumentos en la tasa de cambio.

Finalmente, es importante resaltar la decisión del gobierno de reducir su financiamiento interno entre 2002 y 2003, como una muestra de que quiere evitar un desborde de la oferta de títulos de deuda pública en el mercado y así contribuir a evitar nuevas presiones sobre las tasas.