



Mercado de deuda pública: REFLEXION HACIA EL FUTURO

En el marco del VIII Congreso Nacional de Tesorería, celebrado el pasado 15 y 16 de septiembre, la Asociación Bancaria propició una amplia discusión en torno al esquema de deuda pública interna. Fue precisamente hace 8 años en este foro que las autoridades económicas divulgaron el programa de creadores de mercado de deuda pública.

Teniendo en cuenta que éste se ha convertido en protagonista de primer nivel para los mercados financieros de la región, la organización del Congreso consideró de la mayor importancia llevar a cabo algunas reflexiones sobre el actual arreglo institucional.

La deuda pública es uno de los mercados de mayor desarrollo en los países emergentes durante los últimos 25 años. La experiencia ha sido evidente al mostrar que esta dinámica ha promovido considerablemente el mercado de valores. Sin duda, la existencia de emisiones periódicas, el hecho de contar con precios de referencia para los diferentes plazos y, el desarrollo de opciones de inversión de los recursos para los agentes económicos, son algunas de las formas mediante las cuales se genera profundidad financiera, se incentiva a los inversionistas y se permite la transformación de los plazos que la economía requiere.

En esta edición de la Semana Económica, presentamos algunas de las conclusiones que en la materia fueron obtenidas en nuestro Congreso Nacional de Tesorería. Adicionalmente, planteamos argumentos que muestran como la búsqueda del desarrollo del mercado de deuda pública, ha sido una política común utilizada por muchos países.

¿Qué ha pasado en el mundo?

De acuerdo con algunos estudios recientes del Banco Mundial¹, el mercado de deuda pública en los países desarrollados ha crecido substancialmente en los últimos treinta años, especialmente en la década de los noventa.

El desarrollo de este mercado, ha sido impulsado por tres factores fundamentalmente: (i) las políticas adoptadas por los gobiernos, (ii) la tecnología e innovación financiera y, (iii) los cambios en la demanda:

- Las políticas de los gobiernos han apoyado el proceso de desarrollo a través de la liberalización del sector financiero, logrando así mayor eficiencia y crecimiento del mercado de títulos entre países.
- El desarrollo tecnológico ha facilitado el uso eficiente de instrumentos en los mercados, logrando menores costos de negociación. Así mismo, la permanente innovación ha permitido la creación de nuevos productos.
- Finalmente, la aparición de los fondos mutuos y de pensiones han permitido a los inversionistas comprar bonos a menores costos y al mismo tiempo diversificar sus portafolios.

En Latinoamérica también se presentó un incremento considerable de la deuda pública en la última década. En términos de profundidad, se observó un crecimiento del 33% en el periodo comprendido entre el año 1994 y 2004 (gráfico 1),

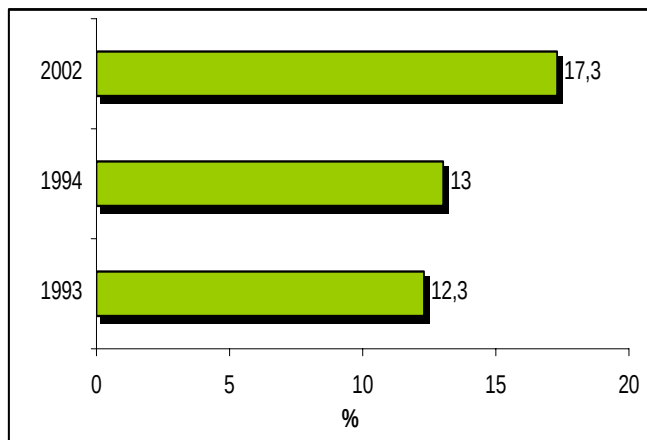
¹ *Whiter Latin American Capital Markets?* Octubre de 2004

PUBLIC DEBT IN DEVELOPING COUNTRIES: HAS THE MARKET-BASED MODEL WORKED? Indermit Gill and Brian Pinto

siendo Brasil, México y Argentina los países con mayor participación en esta dinámica.

El considerable incremento observado en la región es explicado no sólo por la aparición de los inversionistas institucionales, sino también por diferentes políticas tomadas por los gobiernos de la región. En un contexto de globalización, las autoridades económicas y los agentes del mercado de los países en vía de desarrollo han intentado, de diferentes maneras, atraer capitales, para lo cual han liberalizado los mercados financieros y han buscado mayor estabilidad macroeconómica y mejores ambientes de negocios.

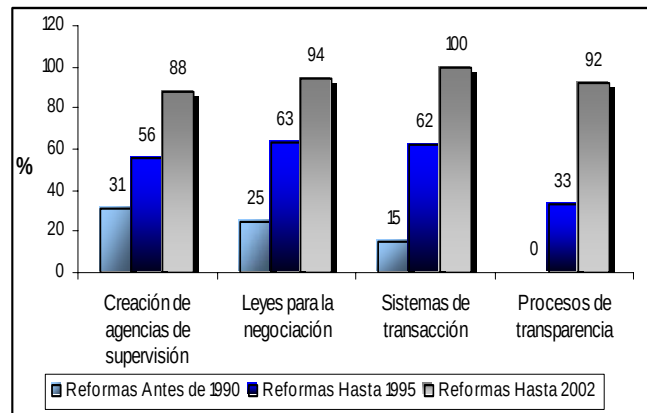
Gráfico 1
Deuda Pública/PIB en Latino América



Fuente: Banco Mundial

De otra parte, los gobiernos han sido proactivos al realizar algunas reformas tendientes a incentivar el desarrollo del mercado de títulos. Aspectos como la creación de agencias de supervisión, nuevos marcos legales para la adecuada negociación, el desarrollo de sistemas transaccionales y un mayor énfasis en los procesos de transparencia, son una clara muestra de estas iniciativas (gráfico 2)

Gráfico 2
Porcentaje de países latinoamericanos que han realizado reformas



Fuente: Banco Mundial

¿y en Colombia?

Las autoridades y participantes del mercado de valores en Colombia han trabajado en la definición de un buen número de reformas en la búsqueda del desarrollo, liquidez, profundidad y organización del mercado de deuda pública.

Quizás, la más importante de ellas fue la definición del esquema de creadores de mercado. Este programa fue desarrollado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en el año 1997².

Con la Circular Externa No. 06 las autoridades determinaron los parámetros de este esquema. En términos generales, se estableció como obligatorio para las entidades financieras y comisionistas de bolsa que integran el programa, hacerse acreedores de un porcentaje anual establecido en el mercado primario de TES, accediendo de forma exclusiva al mercado primario de deuda pública.

De la misma manera, dichas entidades se comprometen a ofrecer puntas de compra y venta permanente, cooperando con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y con el Banco de la

² Los creadores de mercado y los aspirantes son 14 bancos, 4 comisionistas de bolsa, 2 compañías de financiamiento comercial. Esto se entiende como primer escalón. El segundo escalón son el resto de agentes del mercado que demandan títulos públicos.

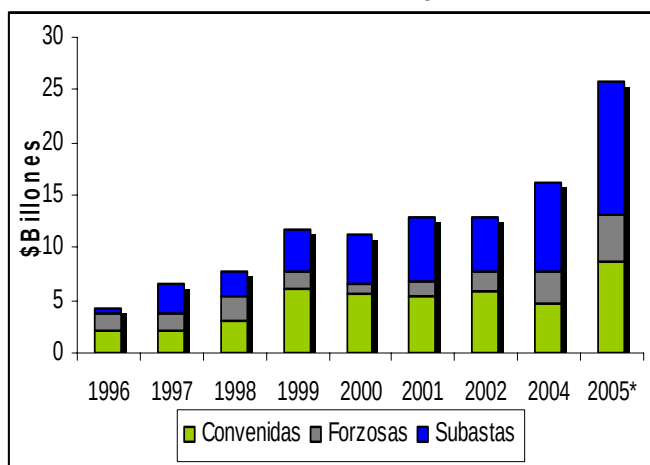
República en el adecuado funcionamiento del mercado de deuda pública.

Antes de la aprobación del mencionado esquema, y más específicamente para diciembre de 1996, el 80% de las colocaciones de TES del Tesoro Nacional estaba en manos de instituciones públicas. El sector financiero tan sólo participaba con el 14%³. En esa forma, los precios (del mercado primario) no podían ser considerados como referentes de mercado, razón por la cual el segundo escalón contaba con un precario desarrollo.

Basta señalar que en el mismo año, el Ministerio de Hacienda emitió TES por \$4 billones y únicamente el 10% fue adjudicado mediante el mecanismo de subasta. De la misma manera, en 1997 la participación de los TES en el balance de las inversiones del sector financiero era del 7.71% frente a un 92.29% en papeles del sector privado.

Sin embargo, en pocos años, la situación cambió radicalmente. Los establecimientos de crédito aumentaron su portafolio de deuda pública en 1953% en el periodo 1995 - 2004. Así mismo, el saldo de TES pasó de \$14.2 billones en el año 1998 a \$55.3 en el año 2004.

Gráfico 3
Evolución del mercado de deuda pública



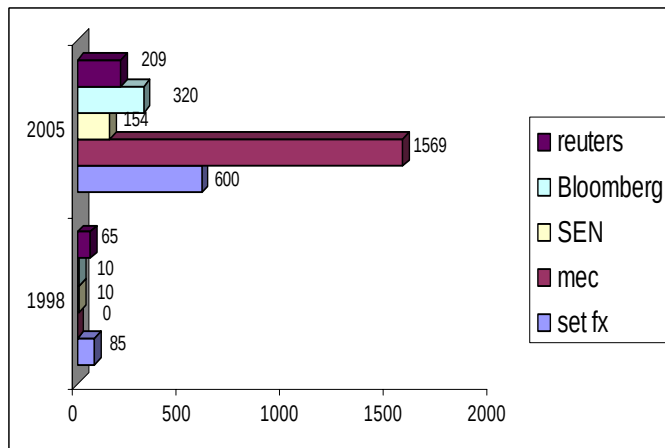
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

³ Monica Aparicio, Congreso de Tesorería 1997. Asobancaria

En relación con el saldo subastado en TES, se observó un crecimiento del 367% en el periodo comprendido entre 1996 y 1997. Desde ese momento se ha presentado una tendencia constante de crecimiento, exceptuando el año 2002, con la llamada "crisis de los TES", en la cual el mercado tuvo una caída, alcanzando un decrecimiento de aproximadamente 15% (gráfico 3).

De la misma manera, hay que señalar que en nuestro país se ha logrado un considerable desarrollo del mercado electrónico. Se han implementado varios sistemas de negociación, permitiendo mayor eficiencia y transparencia del mercado. Sólo por mencionar un ejemplo, el Mercado Electrónico Colombiano (MEC) administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) se creó en el año 2001 y actualmente cuenta con 1569 terminales (gráfico 4).

Gráfico 4
Numero de terminales



Fuente: Banco de la República, Reuters, BVC, presentación Jaime Castañeda, Congreso de Tesorería de la Asobancaria.

La evaluación

Los beneficios del esquema de creadores de mercado en nuestro país han sido evidentes. En primer lugar, el Gobierno Nacional ha obtenido financiación interna a unos costos más bajos que en el pasado. En segundo término, gracias a la sistematización de las subastas de títulos, hoy

existen referencias de mercado para diversos plazos de los activos financieros.

Lo anterior es de vital importancia a la hora en que los agentes privados otorgan precios a sus activos. El gobierno genera un precio asociado al riesgo financiero que representa la nación y con base en éste, los agentes privados pueden determinar los precios de activos propios de similar naturaleza.

Finalmente, el bajo riesgo de los activos financieros emitidos por agentes soberanos, se constituyen en un incentivo para que los inversionistas demanden sus papeles.

Estos beneficios se han visto reflejados en una profundización de la inversión de portafolio financiero y en la ampliación de las opciones de inversión para los agentes. No cabe duda que las opciones de estructuración de nuevos negocios han aumentado, permitiendo diversificar la actividad, tanto de los establecimientos de crédito como de otros agentes financieros.

Otro de los aspectos de gran relevancia en el mercado de deuda pública colombiano tiene que ver con la llegada de inversionistas extranjeros y la creación de un sistema de precios de largo plazo. Gracias a los rendimientos esperados y a la seriedad en la administración de la deuda por parte del Gobierno Nacional, los agentes foráneos se han interesado en adquirir TES.

Las cifras de la Superintendencia de Valores muestran que actualmente los agentes extranjeros tienen en sus portafolios cerca de US\$404 millones. Sin embargo, al contrastar este resultado con el de los tenedores locales se observa que aún es indispensable seguir trabajando en el frente externo, de tal forma que se mitigue la concentración del riesgo de colocación de la deuda en agentes internos.

Aún existen riesgos

Un mercado de deuda pública no está exento de los riesgos financieros propios de los mercados.

Recientemente, el Banco de la República en su Reporte de Estabilidad Financiera de Julio de 2005, presentó un ejercicio en el cual se mostraba que un cambio de 100 puntos básicos en la

curva *spot* de los TES clase B, podría ocasionar pérdidas por un valor \$502 mil millones en los establecimientos de crédito y de \$552 mil millones hacia el resto del sector financiero.

Esto ocurriría al presentarse un cambio abrupto en los precios. Sin embargo, la posibilidad de ocurrencia de una situación como esta es remota. Más aún si se tienen en cuenta los registros que viene presentando el crecimiento económico, la inflación y el desempeño de los recaudos tributarios del Gobierno Nacional Central.

Esto por supuesto es una de las alarmas que los administradores vienen evaluando a la hora de medir y diseñar políticas para la prevención del riesgo de mercado.

Ahora bien, estos riesgos potenciales no son un fenómeno exclusivo de Colombia. El Fondo Monetario Internacional (FMI) en el reporte del *World Economic Outlook* de abril de 2005 mencionaba que, pese a la mejor posición fiscal de América Latina, todavía se observa una deuda pública alta que puede ser fuente de “*vulnerabilidad*” dadas las ganancias en valoración recientes.

Por esa razón, las recomendaciones hechas a nivel internacional llaman la atención sobre el hecho de mantener unas finanzas públicas equilibradas y sostenibles en el tiempo. Sin duda, este es un fenómeno en el cual Colombia tiene camino por recorrer en la agenda de mediano plazo.

Los puntos de vista del mercado

Un aspecto crucial para Colombia tiene que ver con el mejoramiento de la posición fiscal. En la medida en que el déficit se reduzca, los mercados entenderán que el apetito de endeudamiento del Gobierno disminuye y con ello los costos asociados a las emisiones.

De otro lado, para algunos participantes del mercado aún subsisten dificultades para que las entidades llamadas “*Market Makers*” distribuyan los activos entre el resto del mercado.

Otro aspecto de capital importancia tiene que ver con ausencia de productos de cobertura para los activos de deuda pública interna. Sobre este tema, hay que decir que en nuestro mercado carecemos de un esquema de liquidez de corto

plazo que permita apalancar las operaciones de cobertura. En otras palabras, la falta de operaciones y de indicadores para los trayectos cortos de la curva, es uno de los cuellos de botella para la implementación de un mercado que requiere precios y referencias con precisión.

Paradójicamente, en Colombia tenemos un sistema de precios y referencias muy líquido para los plazos largos. Por el contrario, en el corto plazo se observa menor liquidez y carencia de instrumentos. En el resto del mundo la evidencia ha mostrado, que siempre es más fácil desarrollar mercados de corto plazo, que los de largo plazo.

Con el objeto de mejorar la capacidad de operación del mercado en el corto plazo, es fundamental que la regulación avance en ese mismo sentido. Es un hecho, que durante los últimos 8 años, el mercado monetario y de deuda pública ha presentado cambios drásticos. Pese a lo anterior, las normas no han evolucionado al mismo ritmo.

Para terminar

Los avances del mercado de deuda pública en Colombia han permitido que las entidades financieras jueguen un rol moderno y eficiente para financiar al Gobierno. Lo anterior ha facilitado la conformación y desarrollo de un esquema de valores en nuestro país. Sin embargo, tal y como lo hemos dicho en otras oportunidades, la creación de un mercado con mecanismos de financiación para las empresas y los hogares nunca estará completo sin la existencia de instrumentos especializados.

Así mismo, las entidades financieras modernas han diversificado su radio de acción en la economía. Mientras que hace un tiempo, éstas se limitaban a captar y prestar recursos, hoy las actividades de intercambio de activos financieros están a la orden del día. Dicho proceso ha estado acompañado de importantes esfuerzos, tanto de capacitación como de inversión en infraestructura.

Los beneficios de este esquema han sido evidentes. El gobierno ha obtenido unas mejores condiciones financieras en el manejo de su deuda y ha contado con los incentivos necesarios para mantener la llamada disciplina fiscal de largo pla-

zo. Los administradores financieros se han convertido en una especie de juez de la política fiscal y del manejo de la deuda.

Sin embargo, como cualquier actividad económica, nunca está libre de riesgos o posibles contingencias.

Contrario a lo que voces propias y ajenas mencionan sobre el papel del sector financiero como demandante de TES, esta es una actividad propia de los sectores financieros en el mundo, sustentada en decisiones técnicas y de negocio y además proveniente de ordenamientos institucionales creados por los gobiernos.

El esquema de Creadores de Mercado, impulsado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se ha convertido en una de las políticas públicas implementadas para desarrollar el mercado de valores en el largo plazo y mantener una política monetaria ordenada.