

Comentario Económico del Día

Director: Sergio Clavijo

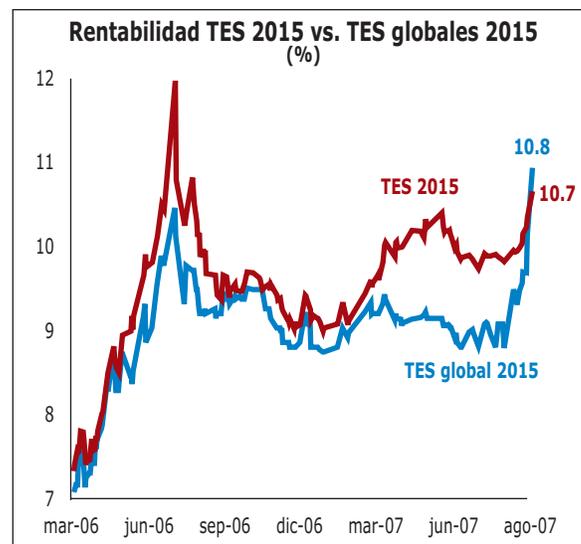
Con la colaboración de Mario Julián Castro

Septiembre 6 de 2007

Diferenciales en los TES Globales-Locales: ¿Cómo Interpretarlos?

Algunos funcionarios del gobierno han venido mencionando que existe un divorcio entre la percepción de riesgo-Colombia medida a través del precio de los TES-Globales frente a aquella medida a través de los TES-locales. Concluyen ellos que, con frecuencia, el mercado internacional parecería entender mejor que el mercado local las virtudes de lo que ha sido el manejo fiscal reciente (2003-2007). Evidentemente, existe un comportamiento algo dispar en los precios (o tasas de interés) de dichos bonos.

Tal como se observa en el grafico adjunto, las tasas de interés de los bonos locales de largo plazo (*benchmarks*) han tendido a superar los bonos externos en rangos de 100-150 puntos base, en los periodos de turbulencia. Pero, curiosamente, en los últimos registros de julio-agosto de 2007 estos han tendido a converger al alza, hacia niveles preocupantes cercanos al 11% anual. Esto después de haber disfrutado de niveles aceptables para el mercado de 9% anual en el último trimestre de 2006.



Fuentes: Ministerio de Hacienda y cálculos Anif.

Han existido tres hipótesis sobre dicho diferencial entre TES-Globales y TES-Locales. La primera hipótesis aduce que la oferta de deuda emergente ha disminuido a nivel internacional, lo cual ha despertado el apetito de los inversionistas por los TES-Globales emitidos por Colombia. Esto es cierto, pero ello no necesariamente implica que Colombia se “lea mejor” que otros emergentes, como por ejemplo, Chile, Mexico o Perú. Lo que pasa es que estos otros emergentes (con grado de inversión o cuasi-grado de inversión) casi no emiten deuda pública, pues están cerca de los superávits fiscales.

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Mario Julián Castro

La segunda hipótesis afirma que los analistas externos (todo lo demás constante) ven a Colombia como una mejor alternativa frente a sus pares de la región. Esta afirmación se ratifica sencillamente al comparar el bloque Chile-Perú-Colombia-Brasil con el bloque Venezuela-Ecuador-Bolivia-Argentina. Aunque a éste último el mercado le viene dando el beneficio de la duda. Por último, se afirma que el inversionista externo tiene una visión de más largo plazo frente al mercado local colombiano y, según ellos, esto explicaría dicho diferencial a favor de los TES-Globales.

Nótese que el mayor diferencial ocurre en momentos de tensión de los mercados financieros mundiales. Por ejemplo, entre mayo-agosto de 2006 se presentó un diferencial amplio, como resultado de alzas en la tasa repo-central de la Fed, que se había iniciado en junio de 2004. Su prolongación despertó temores recesivos sobre los Estados Unidos. Ese episodio contagió más a los TES-locales que a los TES- Globales, generándose una sobre-reacción del mercado local. Pero lo que produjo esa reacción fue precisamente la falta de profundidad que ha venido experimentando el mercado colombiano, con graves problemas en la curvatura de sus TES-locales, especialmente en 2006-2007 (ver Comentario Económico del Día 29 de agosto de 2007).

Un segundo episodio de divorcio ocurrió en febrero de 2007, cuando las acciones cambiarias desesperadas del Banco de la República permitían anticipar la adopción de controles de capital o la fijación arbitraria de la tasa de cambio, tal como se había especulado en diciembre de 2004. Nuevamente fue el precio relativo de los TES-locales el que cayó frente a los TES-Globales, ya que los primeros no tendrían por qué sufrir dichos controles. Este pronóstico se hizo realidad en los meses de mayo-junio de 2007.

Por razones que debemos entrar a investigar con mayor profundidad, en el mes de agosto de 2007 dicho diferencial ha prácticamente desaparecido, probablemente debido a que en esta ocasión las restricciones de liquidez internacionales y el temor a los mercados emergentes es más fuerte que en el pasado.

En síntesis, salvo por periodos cortos de discrepancia, propiciados por *stress*-financiero, los riesgos que asume un inversionista extranjero vía TES-Globales son los mismos que adquiere un inversionista colombiano en sus TES-locales. Vimos que los episodios de divorcio son de corta duración y obedecen a particularidades del mercado. En últimas, el riesgo Colombia detrás de los TES Globales y locales tienen que lidiar con los mismos riesgos fiscales (con un déficit subyacente del orden del 4% del PIB en cabeza del gobierno central) y con las acciones de un Banco Central que ha estado sujeto a excesivas presiones políticas. Afortunadamente, este último ha retomado parcialmente su esquema de Inflación Objetivo, abandonando sus peligrosas “intervenciones cambiarias masivas” y viene reiterando su compromiso por lograr que Colombia mantenga su inflación baja-estable y convergiendo hacia el rango 2-4% anual hacia el futuro inmediato.