



## El mercado de TES en Colombia: riesgo interno vs. riesgo externo

Uno de los temas más “trompeteados” en el ámbito de las economías emergentes ha sido el de la reducción del riesgo externo, particularmente en América Latina. Tres elementos han ayudado de forma significativa a que la percepción de riesgo-país sobre los bonos de deuda externa haya descendido de forma significativa en el período 2004-2006: 1. La liquidez internacional ha reducido el sobre-coste de estas colocaciones internacionales, haciendo que el EMBI+ Latinoamericano hoy se ubique en tan sólo 214 puntos básicos (por encima de los bonos del tesoro norteamericano) frente a los 600 que se tuvieron a mediados de 2004; 2. La oleada de apreciaciones cambiarias en la región ha permitido que los indicadores de repago de esas deudas en divisas luzcan menos onerosos que en el pasado; y 3. La acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) también constituye un colchón de tranquilidad para quienes toman riesgo- Colombia en moneda extranjera, donde la relación RIN/Vencimientos Externos a un año bordea 1.75 frente al 1.54 que se tenía en 2004.

Sin embargo, en la medida en que Colombia no viene registrando superávit fiscales (sino cuantiosos déficit a nivel del gobierno central), lo que ha ocurrido es una sustitución de deuda externa por interna. Esto quiere decir que el riesgo se ha desplazado de divisas a pesos; de riesgo cambiario a riesgo de volatilidad en las tasas de interés locales. Por ejemplo, la deuda interna del gobierno nacional central (GNC) representaba el 56% del total y la deuda externa el restante 44%, al corte de marzo de 2004. La proporción deuda pública interna/externa se ha elevado de forma significativa a 62% Vs. 38% a septiembre de 2005 (último dato disponible). ¿Qué implica entonces esta estructura de la deuda pública en materia de riesgos de volatilidad de las tasas TES?

A este respecto cabe recordar que, en mayo de 2004, las inversiones totales netas del sector financiero eran de \$38 billones de pesos, de los cuales el 53% estaban representados en títulos de deuda pública interna. A noviembre de 2005, las inversiones totales ascendían a \$43 billones, de los cuales los títulos de deuda pública continuaron incrementándose hasta representar 57% de ese portafolio de inversiones. El promedio de colocaciones primarias del mercado TES se estima en \$2.1 billones mensuales (incluyendo las forzosas y convenidas) durante 2006 y el mercado secundario de TES mueve cerca de \$4.5 billones diarios, luego es evidente que se trata de un mercado muy dinámico, muy grande y sujeto a elevadas volatilidades en presencia de “nuevos acontecimientos”.

Para Mayo de 2005, el Banco de la República había calculado que un posible aumento de 100 puntos básicos en la tasa de interés de los TES B podría llegar a comprometer hasta un 19% de las utilidades de los bancos comerciales y un 17% del total de las entidades de crédito (ver cuadro). ¿Cuál es la situación de riesgo de tasa de interés que se tiene en la actualidad, sabiendo que la porción del portafolio en TES se ha incrementado a ese 57% del total y que la relación TES/PIB se ha elevado de 25% a 27% entre Mayo y Noviembre de 2005?

*Continúa*



## Comentario económico del día

El Banco de la República nos informa en su último Reporte de Estabilidad Financiera que un incremento de 200 puntos base en las tasas de los TES podría acarrear pérdidas equivalentes al 27% de las utilidades anuales del sistema financiero a octubre de 2005. En el caso de los bancos comerciales las pérdidas podrían comprometer hasta el 30% de sus utilidades. Sin embargo, suponiendo linealidad entre el aumento de las tasas de interés y las pérdidas, estos datos nos lleva a concluir que (en realidad) el riesgo de tasas de interés es menor hoy día que el reportado en Mayo de 2005, pues se tendría que 100 puntos base de deterioro en las tasas de los TES sólo comprometerían el 15% de las utilidades de los bancos frente al 19% que se reportaba anteriormente.

Desconocemos si el Banco de la República cambió su metodología para calcular estos “riesgos de tasas de interés”, o si el mayor crecimiento económico le permitiría al gobierno enfrentar de mejor forma estos riesgos de volatilidad. Sin embargo, Anif estima que este tipo de resultados requeriría mayor explicación, en un ambiente de tasas de interés “anormalmente” bajas y de presiones fiscales crecientes y, además, de tipo estructural.

<b>Riesgo de tasa de interés en el portafolio de TES B</b>				
<b>Saldos (miles de millones de pesos)</b>	<b>Mayo 2005</b>		<b>Noviembre 2005</b>	
	<b>Saldo</b>	<b>% PIB</b>	<b>Saldo</b>	<b>% PIB</b>
<b>Saldo de deuda colombiana en TES</b>	70.090	24.8	77.822	27.5
<b>I. TES entidades de crédito</b>	20.079	7.1	23.981	8.5
a. Bancos comerciales	18.944	6.7	22.368	7.9
b. Otros	1.135	0.4	1.613	0.6
<b>II. TES sector financiero no bancario</b>	18.652	6.6	22.057	7.8
<b>III. TES Sector No financiero</b>	31.359	11.1	31.784	11.2
<b>Riesgo de la tasa de interés</b>				
	<b>Aumentos tasa de interés TES B</b>			
	<b>Mayo 2005</b>		<b>Noviembre 2005</b>	
	100pb		200pb	
<b>Entidades</b>	<b>Porcentaje de la utilidad comprometida (pérdidas)</b>			
<b>Total entidades de crédito</b>	17.1		27.4	
<b>Bancos comerciales</b>	19.2		30.5	
Fuente: Banco de la República y cálculos Anif.				

\* Con la colaboración de Rogelio Rodríguez.