

Prospectiva económica y financiera

Julio 10 del 2000

227 - Pág. 3

A la búsqueda del valor perdido

En un interesante trabajo el Director de Crédito Público mostró correlaciones significativas entre los costos de la deuda pública interna, el precio de las acciones y los spreads de la deuda externa. Pero queda un tanto en el aire la explicación de los spreads colombianos. Y más, todavía, su curso probable.

EXCELENTE APORTE. El pasado 5 de julio, en un foro de Fedesarrollo, el Director de Crédito Público, Juan Mario Laserna, presentó el trabajo «Spreads e impacto de las reformas estructurales y la paz».

El punto de partida de Laserna es que hay una fuerte correlación positiva entre los spreads pagados sobre la deuda colombiana y las tasas de los TES, y una fuerte correlación negativa entre los spreads de la deuda y los precios de las acciones. La última relación la ilustramos en el gráfico de al lado. Laserna también encuentra una relación entre los spreads y el valor nominal del dólar, la cual nos parece mucho menos plausible como relación estable para varios años, y de todas maneras no discutiremos pues nos alejaría del tema central.

Laserna reconoce que el país ha sufrido una enorme pérdida de valor en los últimos años: por ejemplo, desde enero de 1998 las acciones del IBB perdieron más de 60% de su valor en dólares. Y considera que el valor de las acciones es un indicador de la pérdida de valor general de los activos.

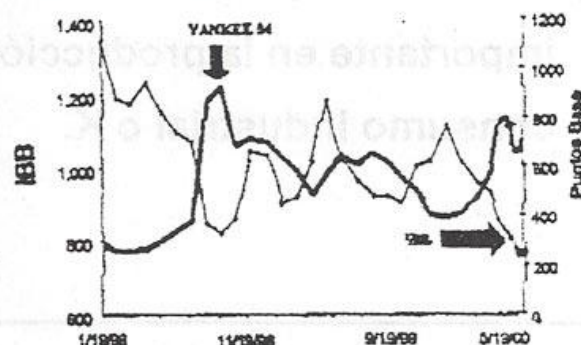
Si los altos spreads de la deuda externa colombiana están induciendo los altos intereses pagados sobre los TES, que explican una parte cada vez mayor del déficit fiscal, y si esos mismos spreads han inducido una terrible pérdida de valor económico, de-

bería ser prioritaria la reducción de los spreads. Los logros en ese frente valorizarían el país.

A partir de ese punto Laserna muestra, usando un modelo de Goldman-Sachs que, para otros países, tiene un récord impresionante, el spread paga-

(pase a la pág. 4)

Comportamiento del IBB contra Riesgo Colombia



* Gráfico presentado por Juan Mario Laserna. Ver detalles en el texto.

Los spreads y la inflación

El modelo de Goldman Sachs "Equilibrium Sovereign Spread" (GS-ESS) utilizado por J. M. Laserna incluye como variables explicativas de los spreads el crecimiento del PIB en el largo plazo, la deuda externa, la razón de amortizaciones a PIB, la razón de exportaciones a PIB, el balance fiscal, y el desajuste de la tasa de cambio real. Ah, y una «dummy», que tiene en cuenta si el país reestructura su deuda. No aparece, para nada, la inflación, tan cara a todo banco central.

Un rápido crecimiento del PIB, un aumento del tipo de cambio real, como el logrado desde 1998 (pero sólo porque el BR no pudo evitarlo) y una tasa de interés baja, que reduzca la carga de los intereses de la

deuda pública y, por ende, el déficit fiscal, bajarían en el largo plazo el spread de la deuda, que refleja una apreciación de los inversionistas externos sobre la solidez del país.

La única vía por la que se podría argumentar que la inflación entra «implícitamente» en el modelo GS-ESS es el supuesto de que la reducción de la inflación lograda en la década pasada acelerará el crecimiento durante esta. Pero si alguien está proyectando para Colombia, del 2000 al 2010, un crecimiento más rápido que el promedio logrado en los setenta o los ochenta (con inflación media anual de más del 20%) que lo agarren y lo condecoren. Este país necesita optimistas. Los recibimos aunque les falte un tornillo.

DIRECTOR

JAVIER FERNANDEZ RIVA

Prospectiva económica y financiera

Julio 10 del 2000

do sobre la deuda colombiana debería ser actualmente de 318, 412 puntos por debajo de los 728 registrados. Esto es, para Colombia hay un sobre-costo enorme, no explicado por el modelo GS-ESS.

Laserna se refiere a una encuesta efectuada hace unos meses entre numerosos inversionistas, y complementada con charlas más recientes, para tratar de explicar el residuo, y nos dice que los encuestados ofrecieron cuatro explicaciones de la brecha: 1. Los fracasos de algunas privatizaciones 2. La no aprobación de las reformas estructurales, 3. La falta de proyecciones claras y realistas sobre los ingresos y los gastos fiscales. 4 La "crisis política" y 5. El proceso de paz.

La idea, entonces, es concentrarse en resolver esos problemas, porque ello permitiría reducir el spread sobre la deuda colombiana, con consecuencias tan interesantes como bajar el costo de los TES, disparar los precios de los activos y acelerar el crecimiento por un «efecto riqueza».

Para resolver los problemas 3 a 4 señalados a receta es bien conocida, y ahora sólo estamos pendientes de la sazón del Ministro Santos. Para alcanzar la paz Laserna lanza la idea de lograrla mediante una compra apalancada («leverage buy out»). Por ejemplo, si suponemos que la paz se podría alcanzar dándole a los guerrilleros o a los labriegos la tierra, con un costo de US\$10,000 millones, la idea sería endeudarse a largo plazo para comprar ese problema: la plata del crédito de largo plazo se usaría para pagarles a los propietarios actuales, resolviendo así el problema de la paz. De acuerdo con el modelo

GS-ESS el aumento del endeudamiento tendería a deteriorar el spread, pero eso sería compensado de sobra por la reducción lograda al resolver los problemas que, en el caso colombiano, parecen explicar la mayor parte del exceso de spread. El país saldría ganando.

Interesante. Pero algo no nos cuadra. Según el mismo estudio, el spread aumentó cosa de 500 puntos desde mediados de 1997, esto es, desde los terribles tiempos de Samper. Y es obvio que algo se ha avanzado en materia de claridad fiscal (el FMI supervisa) y reformas estructurales (están pactadas con el FMI). La actual «crisis política» no tiene comparación con la de Samper. Por tanto, esos factores difícilmente pueden explicar

el aumento de 500 puntos en el spread en los últimos tres años.

Creemos que los inversionistas están usando la referencia a las reformas estructurales, y a las «proyecciones fiscales realistas» como un código cifrado para expresar que requieren pruebas concretas de que el proceso de paz no llevará a tirar por la borda las duras reformas económicas requeridas para evitar que siga creciendo la probabilidad de moratoria y que no se cederá ante la guerrilla en áreas críticas. Esa la única explicación de que le exijan a Pastana cosas que, por los spread revelados, no les importaban mucho durante el Gobierno de Samper.

(termina en la página 5).

227 - Pág. 4

La pobre viejecita

La Tesorería mantiene grandes excesos de liquidez en la banca mientras Crédito Público sale a captar, carísimos, unos centavos

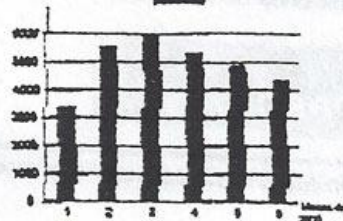
Cuenta Vargas Llosa, en «La fiesta del chivo», que la esposa de Leonidas Trujillo, obsesionada con la seguridad en la vejez, colocó en bancos suizos los muchos millones de dólares que durante años logró ir sacando a espaldas del dictador. Hasta ahí, normal. Lo divertido es que nunca le contó las claves a nadie, y menos que nadie a los joyitas de sus hijos, Ranfis y Radamés, porque temía que se tiraran todo, como acostumbraban (y en más de un sentido). Cuando la vieja se volvió senil y olvidó las claves y dónde las había anotado, no pudo volver a retirar un centavo. Murió rica pero en la más cruda miseria.

Esa y otras viejecitas nos vinieron a la memoria cuando conocimos las cifras sobre excesos de liquidez de la Tesorería Nacional durante este

año, que resumimos en el gráfico. Entre enero 1 y junio 15 la Tesorería tuvo excesos de liquidez por 4.82 billones, en promedio. Pero en varios meses Crédito Público salió a captar carísimo, como cualquier Ranfie frustrado con la demencia senil de su madre.

Por Dios, que le den las claves a tiempo al nuevo Ministro. Estamos seguros de que las usará con juicio.

Excesos de liquidez de la Tesorería Nacional (millones)



asesorados

Javier Fernández Riva

3Com® More connected.™

TENDENCIAS DEL MERCADO FINANCIERO

Miles de millones de pesos y porcentajes

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
	Saldo Jul 10	Cambio Semanal	Cambio 30 días	Cambio Semanal	Cambio Cambio Cambio	Junio	Junio	Así como semana antes
DEBITOS Y OTROS ACTIVOS FINANCIEROS								
1. Efectivo	5,236	-4	-11	-1.8	-13.4	30.4	30.0	Viene de la pág. 4 Creemos que la incertidumbre creada en múltiples frentes (estructura tributaria, derechos de propiedad, régimen laboral, disposición a honrar la deuda pública, etc.) por la Constituyente con que se espera culminar el proceso de paz, es la verdadera explicación del salto de los spreads sobre la deuda. Y también de las altas tasas de interés de los TES, y de la caída de la bolsa, etc. Las tres variables están relacionadas entre sí porque las tres responden a consideraciones similares, que influyen al valor. La cuestión es si hay elementos económicos útiles para evaluar el desenlace más probable. Los hay. Los veremos en el seminario del jueves 13.
2. Base monetaria (Efec+ Res. Banc.)	7,963	-311	-1,787	-3.8	-18.3	14.8	20.0	
3. Ctas corrientes	6,958	248	18	3.7	2.2	32.4	41.2	
4. M1 = (1) + (3)	12,197	194	-60	1.4	-5.1	31.5	36.1	
5. Ctas de ahorro y CDAT	18,773	-193	-87	-1.1	-3.9	3.2	2.3	
6. CDT	23,773	-116	29	-0.5	1.1	-2.2	-1.2	
7. Cuestionarios = (5) + (6) - (7)	40,545	-309	-425	-0.8	-1.0	0.0	0.3	
8. M3 = M1 + Ctasid + Otras captac.	58,153	-557	-639	-1.0	-1.6	4.3	5.8	
9. MG + Bonos	58,784	-644	-1,318	-0.9	-2.2	2.0	3.3	
10. Saldo de OMA	860	474	614	122.8	1,769.8	182.2	142.8	
11. Papeles de la FEN	412	0	-22	0.0	-36.0	12.9	12.9	
12. TES de todo tipo	24,073	61	4,312	0.3	21.8	53.1	53.7	
13. Portafolio = Suma (9) a (12) + otros	84,818	-12	3,384	0.0	4.1	8.1	9.0	
EQUILIBRIO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS								
14. Captac. Bancos comerciales	28,551	-527	-527	-1.9	-1.9	3.9	8.4	
15. Cartera bancos comerciales ML	19,811	-119	-401	-0.6	-2.0	-1.2	0.1	
16. Cartera bancos comerciales MVE	2,694	18	87	0.7	3.7	-20.6	-20.1	
17. Captac. Bancos hipotecarios	20,430	51	-2,436	0.3	-10.7	-14.5	-15.8	
18. Cartera bancos hipotecarios ML	18,365	-39	-1,969	-0.2	-8.8	-12.3	-11.8	
19. Cartera bancos hipotecarios MVE	265	22	15	8.4	5.4	-23.3	-27.9	
20. Captaciones de corfinancieras, sin FEN	3,953	14	-84	0.4	-1.9	4.7	4.2	
21. Cartera corfinancieras sin FEN ML	3,921	7	-103	0.2	-2.7	12.5	11.4	
22. Cartera corfinancieras sin FEN MVE	1,278	7	-216	0.5	-14.5	-33.5	-32.7	
23. Captaciones de CFC	2,814	1	-68	0.0	-3.5	-13.8	-13.7	
24. Cartera de CFC ML	1,819	-2	-83	-0.1	-3.7	-8.0	-4.3	
25. Cartera de CFC MVE	13	0	2	0.0	13.5	-20.7	-22.3	
26. Captaciones FEN	412	0	-22	0.0	-36.0	12.9	12.9	
27. Cartera FEN ML	1,000	3	-115	0.3	-10.3	7.5	7.2	
28. Cartera FEN MVE	1,650	0	-8	0.0	-0.5	-18.0	-18.6	
29. Captaciones totales	54,022	-463	-3,119	-0.8	-5.5	-8.0	-4.8	
30. Cartera total ML	44,481	-162	-2,693	-0.3	-5.7	-5.3	-4.8	
31. Cartera total MVE	5,500	26	-120	0.4	-2.0	-23.5	-23.0	
32. Cartera total ML y MVE	53,364	-126	-2,813	-0.2	-5.3	-7.8	-7.2	
	Tasa Repres. de Mercado							
	\$2,185.51	0.7%	2.7%	16.9%	17.7%			

NOTA: si requiere definiciones de las variables o mayor información consulte a JFF&A / email: jaferran@colomsal.net.co

Javier Fernández Riva

3Com More connected.