

Ataque a la banda: UNA TRAVESIA POR LAS NUBES

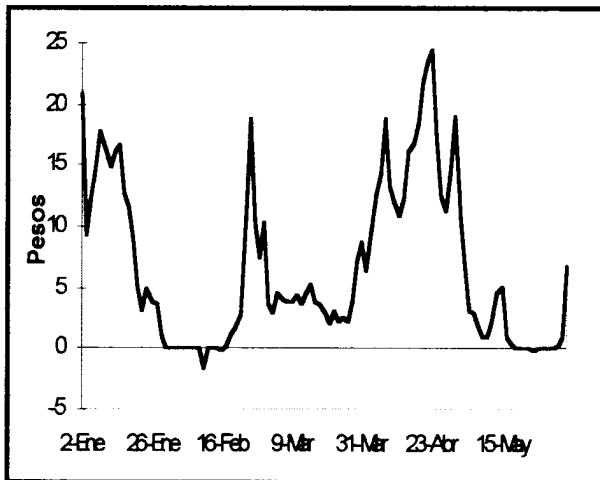
Hace apenas unas semanas, en un foro económico, un miembro de la Junta Directiva del Banco de la República ratificó la decisión de suministrarle la liquidez necesaria al sistema financiero con el fin de estabilizar la tasa interbancaria. Pocos días después de esta afirmación, la Junta dio un vuelco en su política de liquidez; le puso un límite a la oferta diaria de repos (\$220 mil millones) y estableció el mecanismo de subastas para determinar la tasa de interés; el objetivo perseguido con esta política es neutralizar el ataque contra la banda cambiaria.

Las consecuencias de esta decisión no se han hecho esperar; la tasa de repos alcanzó niveles sin precedentes y se generó gran incertidumbre en todos los sectores de la actividad económica, empezando por el propio sector financiero; no es claro por qué se desató el ataque contra la banda, por qué la autoridad monetaria optó por una política tan drástica, por cuánto tiempo se aplicará y cuáles podrían ser sus consecuencias.

De la calma a la tempestad

A finales de abril la máxima tasa de cambio registrada en el mercado se encontraba aproximadamente a \$20 del techo de la banda y se estaba respirando un ambiente de tranquilidad respecto a la estabilidad del mercado. Sin embargo, esa tranquilidad se empezó a esfumar desde comienzos de mayo, cuando la distancia se redujo a menos de \$4, y pasó a castaño oscuro después del 20 de mayo, cuando la tasa máxima definitivamente se quedó pegada al techo.

Gráfico 1
Distancia entre la tasa máxima y el techo cambiario



Fuente: Citiinfo. Cálculos Asobancaria.

El 28 de mayo entró a regir la política de subastas, con los comportamientos ampliamente conocidos, que pusieron las tasas del Banco de la República en la vía rusa hacia el 150%; pero el 5 de junio empezó a surtir efecto sobre la máxima tasa de negociación (Gráfico 1).

Como se observa en el Gráfico 1, un episodio similar se vivió a comienzos del año, cuando la tasa máxima no sólo se pegó al techo sino que lo desbordó. Entonces la calma volvió al mercado con la inyección de US\$500 millones al mercado. En la ocasión reciente, el banco inyectó cerca de US\$270 millones e implementó las subastas para cortar de raíz el ataque.

¿Quién tuvo la culpa?

No resulta fácil encontrar al culpable del reciente ataque, pero hay varios sospechosos. En primer lugar, se ha detectado una salida de capitales de las economías emergentes, como resultado de la creciente incertidumbre en Asia y Rusia. En Colombia se ha percibido también ese comportamiento por parte de los fondos país, pero las cifras disponibles todavía no permiten comprobar su magnitud.

En segundo lugar, el anuncio de la calificadora Moody's sobre perspectivas de calificación de la deuda colombiana, generó incertidumbre sobre costos y acceso a deuda externa en el futuro.

En tercer lugar, la incertidumbre política originada por el periodo electoral; este es un elemento difícil de medir y comprobar, pero tiende a relacionarse con la credibilidad que pueden tener los programas de ajuste fiscal anunciados por los diferentes candidatos a la presidencia. Por fortuna, este tema se supera con las declaraciones de los voceros económicos de los dos candidatos que van a la segunda vuelta, en el sentido de respaldar plenamente la política de la Junta Directiva del Banco de la República y de enfatizar el compromiso de los candidatos frente al ajuste fiscal que necesita el país.

En cuarto lugar, el ambiente ha sido cultivado por diversos analistas que con argumentos alarmistas terminan por modificar la conducta de diferentes agentes económicos y han encontrado eco en el exterior; así, por ejemplo, es conocido que algunas empresas multinacionales han recibido órdenes de sus matrices de aumentar las posiciones en dólares; esa conducta ha sido imitada por nacionales que se quieren proteger de un eventual rompimiento de la banda cambiaria; tal es el caso, por ejemplo, el de los exportadores que han aplazado o reducido el reintegro de divisas.

Como se ve en esta lista, que dista de ser exhaustiva, no es posible señalar un detonante único ni establecer los pesos relativos en la explicación del ataque; lo que sí es claro es la necesidad de estudios a fondo para mejorar la comprensión de lo que pasó.

El mecanismo de transmisión

La decisión del Banco de la República está orientada a romper rápidamente las expectativas de los agentes sobre una posible devaluación. El cupo de \$220 mil millones asignado para repos es reducido frente a las demandas del mercado, que están en el orden de los \$600 mil millones; el resultado lógico es el aumento de la tasa de los repos y de la tasa interbancaria.

En opinión del Banco de la República, muchos empresarios pasaron sus recursos líquidos a dólares (presionando el precio de la divisa con mayor demanda) y buscaron créditos de tesorería en pesos con las entidades financieras, que los apalancaban con captaciones de corto plazo. Puesto que el emisor dio mensajes como el citado arriba, las entidades financieras no veían problemas de gap en esas operaciones; en últimas, podrían utilizar los recursos de liquidez provistos por el emisor.

Con el vertiginoso aumento de las tasas del mercado interbancario, muchos empresarios optaron por no pagar a las entidades financieras, aumentando la presión del mercado interbancario. Por esto, pese a que varias entidades empezaron a cerrar créditos, la presión de demanda sobre el mercado monetario no cede.

Se espera que las empresas al ver restricciones para seguir financiando sus requerimientos de corto plazo, se vean precisadas a reingresar los dólares al mercado cambiario y con ello alivien la presión sobre la banda cambiaria.

Sólo cuando perciba el retorno a la estabilidad del mercado cambiario, la autoridad monetaria estará dispuesta a dar marcha atrás a la actual política.

¿Quién es el paganini?

Estamos convencidos de que el efecto buscado por la Junta Directiva del Banco de la República será logrado. Ya el 5 de junio la tasa de cambio se despegó del techo y se espera que lo siga haciendo. Aquí vamos a hacer énfasis en los efectos adicionales.

Entre el día en que empezó a regir el sistema de subastas de repos y el 5 de junio, la tasa efectiva anual promedio de CDT a 90 días aumentó seis puntos; incluso algunas entidades captaron a niveles cercanos al 45% E.A. No sabemos por cuánto tiempo se va a mantener esta política, por lo que cabe esperar que las tasas sigan subiendo hasta cerca del 40% E.A. Este es el primer efecto de la política de liquidez y, dada su inelasticidad a la baja, es posible que su disminución tome unas semanas después del desmonte de la política.

Desde luego, el otro impacto va a ser el freno de la actividad en empresas que no tienen posición en dólares y no les están renovando los créditos que se van venciendo. El impacto definitivo, nuevamente depende del tiempo de aplicación de la política.

Otro efecto es el encarecimiento del servicio de IS deuda de los créditos con tasa variable; el aumento de 8 o más puntos en las tasas de CDT, hará subir el DTF para las próximas semanas y, con ello, el costo de los créditos vigentes ligados a esa tasa. De igual forma, la corrección monetaria le seguirá y no sería extraño que alcanzara niveles del 27%. Esto ya se empieza a observar en la DTF que regirá a partir del lunes 8 de junio: 33,78%, con un incremento de 2,2 puntos respecto al nivel anterior; con esa DTF, es muy posible que la corrección monetaria suba a 24% en julio.

Es obvio que los balances del sector financiero registrarán un mayor deterioro que el observado hasta ahora; la cartera morosa crecerá aun más, así como las provisiones que se tendrán que hacer sobre ella y, desde luego, por esta vía se afectará el estado de pérdidas y ganancias.

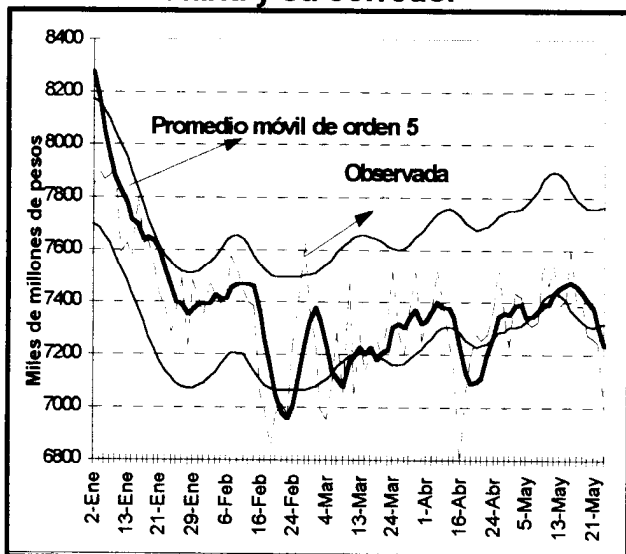
Finalmente, no debe causar alarma que algunas entidades acudan al cupo ordinario del Banco de la República para solucionar los desbalances de caja que enfrentan hoy en día; la decisión de la Junta dejó al mercado con un faltante de más de \$500 mil millones a lo cual se suma otra cantidad igual, que es la que la Asobancaria estima como la demanda estacional de junio.

I. SITUACION MONETARIA

El 26 de mayo, la base monetaria fue de \$6,99 billones, ubicándose \$339 mil millones por debajo de su corredor mínimo. Esta cifra representa una disminución en más de \$390 mil millones con respecto a la semana anterior (gráfico 2).

Gráfico 2

Base monetaria y su corredor



Fuente: Banco de la República.

El comportamiento descendente, está asociado, fundamentalmente, con la venta de reservas por parte del Banco de la República, por un monto cercano a los US\$220 millones.

Sumado a lo anterior, el Banco de la República cambió abruptamente su política de liquidez con el mercado financiero. Hasta hace apenas unos días el banco le otorgaba al mercado toda la liquidez que se demandara, en una clara señal de querer estabilizar la tasa de interés interbancaria; ahora, el banco central limita la liquidez del mercado monetario, mediante la subasta de repos por \$220 mil millones.

II. TASAS DE INTERES

El 5 de junio, la tasa interbancaria fue de 62,26% E.A., registrando un crecimiento superior a los 20 puntos porcentuales con respecto a la semana anterior (cuadro 1).

Cuadro 1
Tasa interbancaria y CDT¹ de tesorería a
90 días

| FECHA | INTERBANCARIA | | CDT 90 DIAS | |
|---------------|---------------|-------|-------------|-------|
| | Venc. diaria | EA | T.A | EA |
| 30-Dic-97 | 28.74 | 33.28 | 21.59 | 24.80 |
| Prom. Ut. mes | 32.81 | 38.81 | 27.47 | 32.92 |
| | | | | |
| 01-Jun-98 | 42.25 | 52.54 | 27.41 | 32.84 |
| 02-Jun-98 | 48.02 | 61.58 | 27.59 | 33.10 |
| 03-Jun-98 | 48.46 | 62.29 | 28.09 | 33.81 |
| 04-Jun-98 | 48.33 | 62.09 | 28.50 | 34.40 |
| 05-Jun-98 | 48.44 | 62.26 | 29.18 | 35.39 |

Fuente: Encuesta diaria Asobancaria. 1/móvil-5 días

Por su parte, la tasa de DTF vigente para la próxima semana subió al 33,78% E.A., registrando un incremento de 2,16 puntos con respecto a la semana anterior (gráfico 3).

Pese a que el mercado cambiario tiende a estabilizarse, y que la tasa interbancaria pueda descender a sus niveles normales en los próximos días, las tasas de interés a plazo (DTF) no bajarán a la misma velocidad; la experiencia reciente ha demostrado la asimetría en los movimientos de estas dos tasas.

Adicionalmente, es probable que, en la medida en que se aplacen decisiones de crédito, se podría presentar un "efecto avalancha" que haga que la presión por recursos se refleje en el sostenimiento de las tasas de interés en niveles relativamente altos, al menos mientras la situación del mercado monetario se normaliza totalmente.