

Crisis en Brasil :

UN DIA DE EUFORIA

Empezamos el año con un fuerte remezón en los mercados internacionales, causado por las dificultades de Brasil para cumplir con su programa de ajuste fiscal. La declaración del gobernador de Minas Gerais de una moratoria en los pagos de la deuda con el gobierno central (US\$15.000 millones), generó temor entre los inversionistas, logrando desestabilizar los mercados latinoamericanos.

Posteriormente, para enfrentar las dificultades cambiarias, sin tener que recurrir a incrementos adicionales en las tasas de interés, Brasil permitió una devaluación de su moneda del 7.6%, lo que terminó de sacudir al mundo entero. Las modificaciones establecidas inicialmente por el Banco Central de ese país incluían aspectos tales como la ampliación de la banda cambiaria, la reducción de su pendiente y la revisión de los límites de la banda cada tres días.

Después del anuncio de las medidas establecidas, el pánico se apoderó de los mercados internacionales. Las bolsas de todo el mundo se desplomaron, siendo las economías latinoamericanas las más afectadas.

El viernes 15 de enero el Banco Central decidió no defender la banda cambiaria con el fin de evitar la pérdida continuada de reservas internacionales, que durante lo corrido de 1999 estuvo alrededor de los US\$5000 millones; de esta ma-

nera se permitió que las fuerzas del mercado determinaran el nuevo valor del Real, que al finalizar el día se ubicó alrededor de 1.5 Reales por dólar, equivalente a una devaluación de 11% en el día.

La reacción de los mercados internacionales ante la devaluación del Real fue un tanto inesperada; los principales índices bursátiles de América presentaron considerables aumentos, dentro de los que se destacan los observados en las bolsas de Sao Paulo (33.42%) y Buenos Aires (12.3%) (Cuadro 1).

Cuadro 1
Indicadores Bursátiles

PAIS	BOLSA	14-Ene-99	15-Ene-99	VAR. %
Brasil	BOVESPA	5,057.00	6,747.00	33.42
Méjico	IPC INDEX	3,356.59	3,617.77	7.78
Venezuela	IBC	4,118.58	4,179.39	1.48
Perú	LIMA GRAL	1,246.29	1,315.70	5.57
Chile	IGPA	3,297.63	3,351.09	1.62
Argentina	MERVAL	340.61	382.37	12.26
Colombia	IBB	993.91	997.68	0.38
Estados Unidos	DOW JONES	9,120.98	9,340.55	2.41

Fuente: Reuters

Sin embargo, esta reacción es en gran parte resultado de la euforia inicial, y se debe esperar que en los próximos días se presente una corrección a la baja en los índices bursátiles.

Lo ocurrido hoy, a pesar de ser muy positivo, no implica que los desequilibrios estructurales de la economía brasileña hayan desaparecido; todavía los mercados permanecen atentos al desarrollo de los planes de ajuste que se han emprendido

en este país y que contribuirán a garantizar la estabilidad cambiaria.

Por el momento la liberación de la tasa de cambio permitirá que las tasas de interés bajen, favoreciendo una mayor dinámica de la economía brasileña; adicionalmente, las exportaciones ganarán en competitividad.

La respuesta de los mercados financieros a las medidas adoptadas demuestra que las opciones de perder reservas internacionales o elevar las tasas de interés para enfrentar los problemas cambiarios, no son las únicas alternativas de política económica ante una situación similar.

Las experiencias brasileña y de otros países, han mostrado que es necesario estudiar con mucho detenimiento las opciones de política, que acordes a las características propias de cada país, en una coyuntura particular sean las más adecuadas.

Modificaciones al cálculo del encaje: UN PASO MAS

En los últimos días de 1998 la Junta Directiva del Banco de la República modificó la metodología de cómputo del encaje a través de la resolución externa 28. Después de casi tres años de funcionamiento del sistema anterior, la autoridad monetaria resolvió realizar dos importantes cambios: a) rezagar el cálculo del encaje requerido en 21 días, b) unificar los dos grupos que actualmente vienen operando.

Los cambios

En 1995, el Banco de la República decidió conformar dos grupos de entidades financieras que se traslapaban para el

cumplimiento del encaje, con el fin de disminuir la inestabilidad de la tasa interbancaria; se diagnosticó entonces que las presiones en el mercado de dinero se originaban en la demanda por liquidez que todas las entidades realizan en el momento de cuadrar su requerido de encaje. Este paso, junto con una participación más activa del Banco de la República en el mercado, la implementación del cálculo del encaje con una periodicidad bisemanal (anteriormente era de 1 semana), la inclusión de los días festivos y los fines de semana en la metodología de cómputo y el manejo más adecuado de los flujos de la Tesorería General de la República, contribuyeron al éxito del fin propuesto por la autoridad monetaria.

A partir de ahora se vuelven a unificar los dos grupos en uno solo, con el propósito de que la autoridad monetaria gane precisión en el cálculo de la demanda de reservas que realiza el sistema financiero, a la vez que las entidades financieras cuentan con un margen de tiempo mayor para ajustar las diferencias entre el encaje requerido y el disponible.

El encaje requerido es el volumen de recursos que deberían presentar las entidades sobre sus captaciones según las normas vigentes. El disponible es el saldo efectivo de dinero con el que una entidad cuenta para cubrir el encaje. La diferencia entre los dos es llamada la posición de encaje; en caso de que ésta sea positiva habrá un exceso de encaje que conlleva un costo de oportunidad para la entidad financiera; si la diferencia es negativa, se presentará un desencaje que es causal de sanciones pecuniarias por parte de la Superintendencia Bancaria.

Teóricamente, no deberían presentarse diferencias entre el disponible y el requerido, pero en la práctica resulta difícil

por el volumen de información necesaria y por el pequeño margen de tiempo con que se cuenta para la recopilación y cálculo de todas las transacciones realizadas a nivel nacional.

Por esta razón, las normas contemplan un tiempo entre el cálculo del requerido y el del disponible; hasta finales de este mes el cálculo del disponible se debe realizar dos días después de que termine el período de cálculo del encaje requerido correspondiente.

Durante 1998 parte de las dificultades que experimentaron las entidades financieras pudieron haberse originado en problemas para obtener oportunamente la información necesaria para cuadrar la posición de encaje, dado que apenas se contaba con dos días. De esta forma, al propio Emisor le resultaba complicado conocer el monto de las necesidades de liquidez del sistema financiero, lo cual restó efectividad a varias de sus intervenciones en el mercado.

Ahora, con la Resolución 28, se amplía el tiempo que tienen las entidades para calcular el encaje requerido; a partir de la segunda semana de febrero, para la estimación de la posición de encaje, cada período de cálculo del encaje requerido se comparará con lo ocurrido 21 días atrás.

Los cambios introducidos por la Resolución 28 están acordes con las tendencias internacionales en materia de cálculo de la posición de encaje. En julio de 1998 la Reserva Federal de los Estados Unidos adoptó medidas en el mismo sentido; se pasó de un sistema que contemplaba un rezago de dos días para el cálculo del encaje disponible, a uno en el cual el rezago es de 30 días¹.

¹ Financial Update, April-June 1998

Expectativas de mejorar

Esperamos que la modificación del cómputo de la posición de encaje repercuta en beneficios tanto para el sistema financiero como para el Banco de la República. Para el primero, al aumentar el tiempo de rezago, mejora la calidad de la información de tesorería, y aumenta la eficiencia de la gestión financiera; en general se puede suponer que las tesorerías contarán con más herramientas para programar la disponibilidad de recursos para el encaje y a la vez para atender las contingencias que se presentan como resultado de la coyuntura del mercado.

Para el segundo, los cambios permitirían mejorar la calidad de la política monetaria; el Banco podrá calcular con mayor precisión la demanda por reservas del sector financiero y, obviamente, hacer más oportuna su participación en el mercado de dinero. Con esto gana en eficiencia la política monetaria. Las proyecciones de reservas y las posiciones de encaje serán de mayor utilidad, lo que innegablemente facilitará la gestión del emisor y le otorgará señales más claras al mercado.

Unificación versus volatilidad

Con el fin de evitar la volatilidad de la tasa interbancaria, el Banco de la República ha previsto dos mecanismos que sirvan de amortiguador a este problema: a) la autorización de las operaciones repo *intradía*, b) el establecimiento de una ventanilla de liquidez.

Los préstamos intradía son una figura que el mercado colombiano estaba en mora de reglamentar. Estas operaciones son una compra o venta transitoria de títulos, con pacto de recompra; la misma debe efectuarse el mismo día en que se pacta.

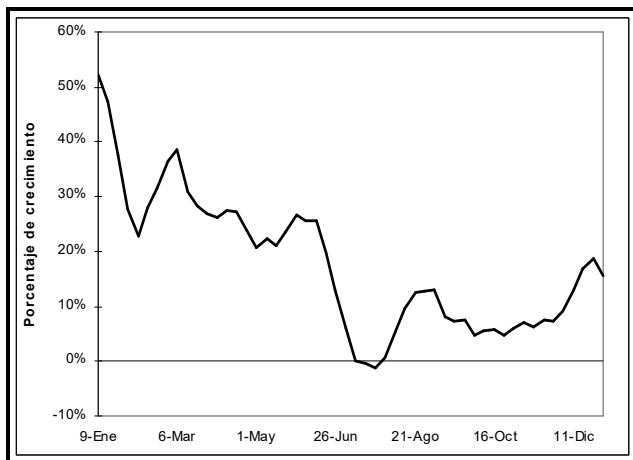
Este resulta ser un instrumento crucial para que se resuelvan las coyunturas adversas de liquidez entre las entidades.

La ventanilla de liquidez deberá funcionar al final del día, con el propósito de recibir los excesos de liquidez y a su vez prestar dinero a las entidades con defectos de liquidez. El funcionamiento adecuado y flexible de estos mecanismos es clave para evitar traumatismos en el mercado.

I. SISTEMA FINANCIERO

Según las últimas cifras disponibles del Banco de la República (al 30 de diciembre), la cartera del sistema financiero fue de \$53.5 billones, presentando una disminución de \$124 mil millones con respecto a la semana pasada. Esta reducción parece estar asociada a un comportamiento estacional de fin de año, y no a un cambio en la tendencia ascendente del crecimiento de la cartera (Gráfico 1).

Gráfico 1
Cartera en moneda legal. Tasa de crecimiento anual 4 semanas anualizada.



Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la calidad de la cartera al 18 de diciembre para el total de establecimientos de crédito sigue mostrando un deterioro significativo (10.6 puntos). Esta situación es particularmente evidente en las CAV y compañías de financiamiento comercial. (Cuadro 2).

Cuadro 2
Indicador de calidad

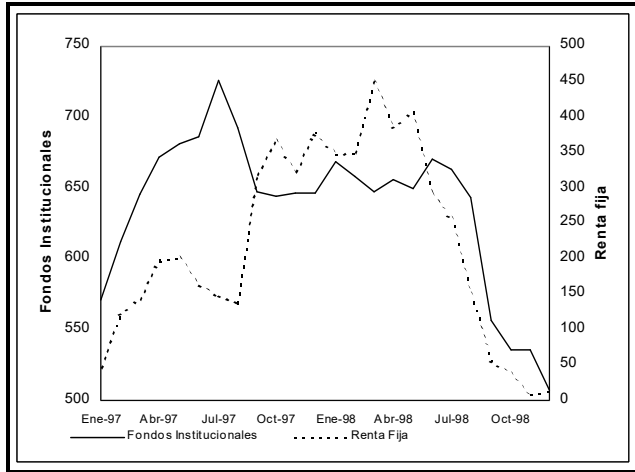
	Indicador de calidad		
	27-Dic-97	18-Dic-98	Variación
Bancos	6.22	10.08	3.9
Corfinancieras	4.02	6.66	2.6
CAV	8.62	13.01	4.4
CFC	11.57	16.24	4.7

Fuente: Superintendencia Bancaria

II. FONDOS DE INVERSION EXTRANJERA

Según cifras de la Superintendencia de Valores, el saldo a diciembre de los fondos de inversión extranjera (sin ADR ni GDR) ascendió a US\$520 millones, registrando una caída de US\$24 millones respecto a noviembre, y de US\$503 millones respecto a diciembre de 1997. La difícil coyuntura internacional de las economías emergentes, especialmente de Brasil, propició la salida masiva de capitales de la mayoría de estas economías (Gráfico 2).

Gráfico 2
Portafolio de fondos de inversión extranjera (Millones de US\$)



Fuente: Superintendencia de Valores