

La transformación de plazos:

#### UN PANORAMA INCIERTO

Mediante la resolución externa número 25 de 1995, la Junta Directiva del Banco de la República decidió igualar las condiciones de acceso a los cupos de liquidez para todos los establecimientos de crédito. Sin embargo, es válido preguntarse si las condiciones de acceso a ese recurso no deberían estar directamente relacionadas con la naturaleza de la transformación de plazos de los diversos tipos de establecimiento.

Esta medida surge junto con otras normativas que se contraponen a la función de las entidades financieras como instancias de transformación de plazos. De una parte, la Resolución 200 ha desestimulado las inversiones de largo plazo como resultado de la inestabilidad en las tasas de interés. De otra parte, la próxima normativa sobre gap (equilibrio entre la maduración de los activos y de los pasivos, considerando además los riesgos de tasas de interés y de tasa de cambio) acentúa esa tendencia, dado que el mercado financiero no presenta opciones de captación a largo plazo.

En Colombia, las CAV son el mejor ejemplo de una eficiente transformación de plazos, y el cumplimiento de esa función estuvo ligada al apoyo del Banco de la República como prestamista de última instancia, a través del FAVI. Sin embargo, la desaparición de esta última opción plantea serios interrogantes sobre las posibilidades de realizar la transformación en un contexto en el que no hay diferenciación entre los establecimientos de crédito en lo que se refiere a las condiciones de acceso a los cupos de liquidez.

#### El marchitamiento del FAVI

El surgimiento de ese fondo se dio en un contexto de decidido apoyo a la transformación de plazos de las CAV, necesario para atender la creciente demanda de vivienda. Cuando esas corporaciones entraron en funcionamiento sus captaciones presentaron ritmos de crecimiento muy superiores a los de sus colocaciones; una de las funciones del FAVI fue la remuneración de esos excedentes.

Posteriormente, su función se concentró en el otorgamiento de créditos de corto plazo que permitieran a las CAV cubrir los faltantes de liquidez.

Pero la naturaleza de la relación entre el crédito concedido a las CAV, vía FAVI, y la expansión de la base monetaria hizo que las autoridades monetarias se decidieran por su marchitamiento (gráfico 1)

Mediante la resolución 16 de 1991, la Junta Monetaria decidió el marchitamiento de los títulos de crédito del FAVI y autorizó a las CAV para que invirtieran sus excedentes de liquidez en títulos de participación y TES, y en la compra de cartera de las mismas CAV y del INURBE. Estas opciones ya no brindarían una rentabilidad igual a la corrección monetaria más algunos puntos, sino una tasa más parecida a la del mercado.

Posteriormente, mediante la resolución 3 de 1992, se decidió que las inversiones en títulos del FAVI, que superarían los niveles del encaje requerido, no generarían ni corrección monetaria ni intereses.

En estas condiciones, las CAV fueron autorizadas para participar en el mercado interbancario.

El gráfico 2 presenta un indicador de posición neta de liquidez que evidencia su posición predominantemente deficitaria.

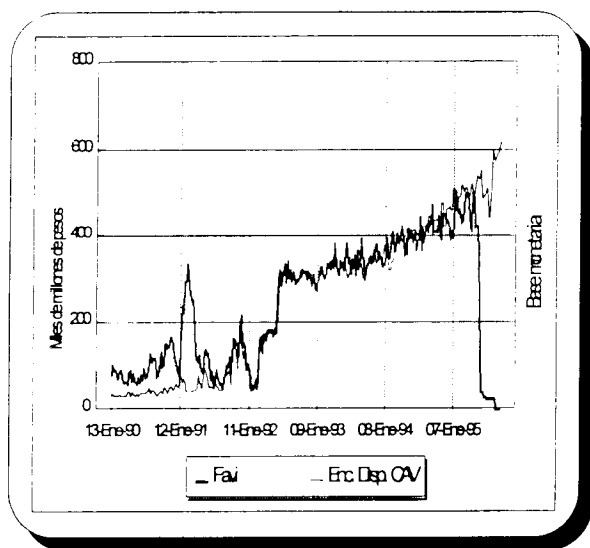
La eliminación de las condiciones de apoyo a las CAV contrasta con la permanencia de la relación de plazos de sus portafolios activo y pasivo.

el gap es muy complejo tratar de definir un período exacto de las maduraciones de ambos portafolios, una encuesta con algunos tesoreros de este tipo de entidades indica que la duración del portafolio pasivo está en promedio entre 30 y 90 días, mientras que la del portafolio activo es de alrededor de 10 años.

De acuerdo con la información de los balances de las CAV, el 87,3% de sus pasivos está contratado a plazos inferiores a 6 meses y el 63% es a la vista.

Esta evidencia se aúna a la mayor inestabilidad de los depósitos de este tipo de entidades, que suelen tener una caída mucho más aguda que la del resto de establecimientos hacia finales del año o cuando se dan incrementos importantes en el precio del dinero a la vista.

**Gráfico 1**  
**Corporaciones de Ahorro y Vivienda**  
**Depósitos en el FAVI y encaje requerido**



Fuente: Banco de la República y cálculos Asobancaria

Dado que la transformación de plazos sigue siendo muy compleja, vale la pena llamar la atención sobre el hecho de que las CAV quedan expuestas a un alto riesgo de liquidez. En la coyuntura actual no se percibe tal riesgo puesto que las condiciones de liquidez por las que atraviesa el mercado no lo permiten, pero cuando la situación se revierta, dichas entidades se verán obligadas a asumir los costos que implica la desaparición de ciertas ventajas otorgadas como respaldo a su actividad transformadora de plazos.

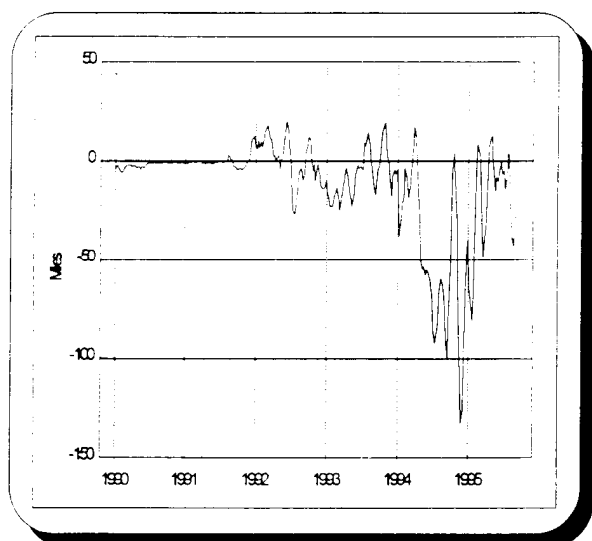
Política económica vrs. regulación

Esta experiencia establece un precedente que debe ser considerado por las autoridades monetarias; las perspectivas de una profundización de la transformación de plazos en el resto de establecimientos de crédito -que históricamente han tenido un gap mucho menor al de las CAV- plantea una exigencia particular en cuanto a la función del Banco de la República como prestamista de última instancia.

También es necesario tener en cuenta la coherencia entre los objetivos de la política económica y los de la supervisión. La existencia de una estrecha relación entre la transformación de plazos, la inversión y el desarrollo económico ameritaría una cualificación de la función del banco central como prestamista de última instancia.

**Gráfico 2**

**Corporaciones de ahorro y vivienda**  
**Posición neta de liquidez\***



\* *Interbancarios activos menos pasivos*

*Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Asobancaria*

Los objetivos sectoriales de la regulación, por su parte, serán menos contrarios a la transformación de plazos, sólo en la medida en que desarrollen instrumentos que permitan una mayor rotación de la cartera de largo plazo y que aumenten la maduración del portafolio pasivo.

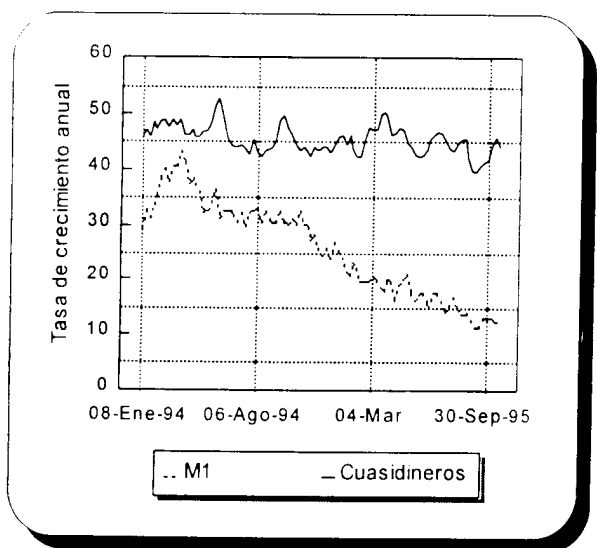
## POLITICA MONETARIA

### A. Agregados Monetarios

Al terminar la tercera semana de octubre, los principales agregados monetarios se mantienen dentro de la tendencia observada desde marzo de 1994.

En términos anuales M1 creció 12,2%, M2 35,3% la base monetaria 19,1%, y los cuasidineros 44%. El deterioro en las cuentas corrientes frente al crecimiento de los cuasidineros se explica por diversos factores entre los que cabe destacar: la obligación de las entidades oficiales de invertir sus saldos disponibles en TES; la remuneración diaria de cuentas de ahorro y su uso complementario con las cuentas corrientes; y los elevados requerimientos de encaje frente a los cuasidineros.

**Gráfico 3**  
**M1 y Cuasidineros tasas de crecimiento anual**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Entre los cuasidineros se destacan los certificados a término en pesos y los depósitos ordinarios de las CAV, con crecimientos del 195,5% y del 42,6% respectivamente; los primeros duplicaron en un año su participación en los cuasidineros al pasar de un 47% a un 9,7%.

Durante la tercera semana de octubre, M1 cayó \$15 mil millones mientras que la base monetaria se redujo en \$59 mil millones: la diferencia se explica por una recuperación en el multiplicador debida al aumento en los depósitos en cuenta corriente oficiales (\$61 mil millones), y a la disminución en el efectivo en poder del público (\$70 mil millones).

El saldo de las operaciones de mercado abierto permaneció prácticamente invariable; en la semana que terminó el 21 de octubre, su saldo fue de \$795 mil millones (\$5 mil millones más que en la semana anterior).

**Cuadro 1**  
**Composición de los cuasidineros**  
**Miles de millones de pesos y porcentajes**

	Oct/21/1995		Oct/22/1994	
	Pesos	Part. %	Pesos	Part. %
Cuasidineros	20.337	100.0	14.126	100.0
Bancos	8.132	40.0	5.470	38.7
C.A.V.	8.807	43.3	6.002	42.5
C.F.	1.399	6.9	996	7.1
C.F.C.	1.970	9.7	1.484	10.5

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

## B. Tasas de Interés

Durante la semana que terminó el 3 de noviembre, la tasa de interés en el mercado interbancario presentó un cambio en su tendencia con respecto a las semanas anteriores: entre el lunes y el viernes la tasa pasó del 15% al 18% E.A. La pauta alcista la dio la autoridad monetaria al colocar Títulos de Participación clase B a plazos entre 7 y 15 días, con tasas del 21% y 21,5% E.A, por un valor de \$308 mil millones.

Las mayores tasas de las OMA, con respecto al mercado a la vista, contribuyen a la defensa del tipo de cambio al reducir el diferencial de rentabilidades entre uno y otro mercado.

Los vencimientos en OMA para la presente semana son de aproximadamente \$200 mil millones, es decir el 37% de los vencimientos totales proyectados para lo que resta del mes: esto sumado al recaudo de los aportes patronales del ISS, contribuye a mantener la liquidez del mercado.

La tasa de los instrumentos de captación a 90 días se mantiene estable. Al parecer, muchas tesorerías no consideran necesario modificar los niveles de la tasa por encima del 29% E.A. pues con la liquidez del mercado se están atendiendo de manera adecuada los vencimientos programados.

De acuerdo con la última información disponible de la Superintendencia Bancaria, para la primera semana de octubre las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero fueron de 30,3% y 40,1% E.A., respectivamente; estas últimas representaron un leve repunte con relación a las registradas una semana atrás.

## C. Cartera de Créditos.

En la semana que terminó el 21 de octubre, la cartera total del sistema financiero creció un 37,7% anual, cifra que no dista demasiado de la obtenida una semana atrás.

Los indicadores de calidad de cartera del sistema financiero, disponibles hasta la primera semana de octubre, muestran una tendencia descendente y de marcada estabilidad para las últimas siete semanas, con un promedio de 6,05 y una desviación estándar de 0,11.

**Cuadro 2**  
**Indicador de Calidad de cartera\***

	Sistema	Bancos	C.F.	C.A.V.	C.F.C.
26-Ago	6.15	7.11	3.38	4.50	11.56
02-Sep	6.11	6.99	3.31	4.53	11.31
09-Sep	6.14	6.97	3.37	4.54	12.25
16-Sep	6.09	6.89	3.38	4.57	12.25
23-Sep	6.08	6.79	3.36	4.63	12.44
30-Sep	5.86	6.57	3.26	4.61	11.17
07-Oct	5.92	6.62	3.55	4.61	10.92

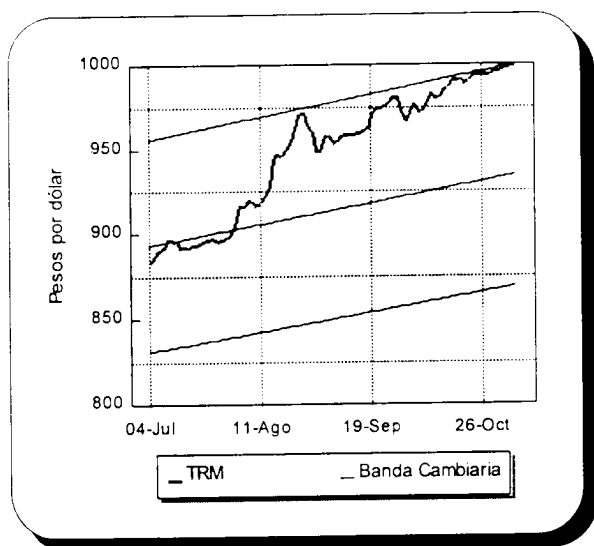
\*Calidad de cartera = (Cartera vencida/cartera bruta)  
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria

## II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 3 de noviembre la TRM permaneció muy cerca al límite superior de la banda; el viernes cerró en 998,47 pesos por dólar, a sólo 38 centavos del techo de la banda. A pesar de los críticos acontecimientos de la semana, la intervención del Banco de la República resultó efectiva para mantener el precio dentro del corredor cambiario (gráfico 4).

Los montos negociados disminuyeron un 34,7% con respecto a los registrados la semana anterior. Al parecer, el sector real continuó demandando divisas, mientras que los reintegros no se efectuaron en los niveles esperados.

**Gráfico 4**  
**TRM y Bandas cambiarias**



*Fuente: Banco de la República*

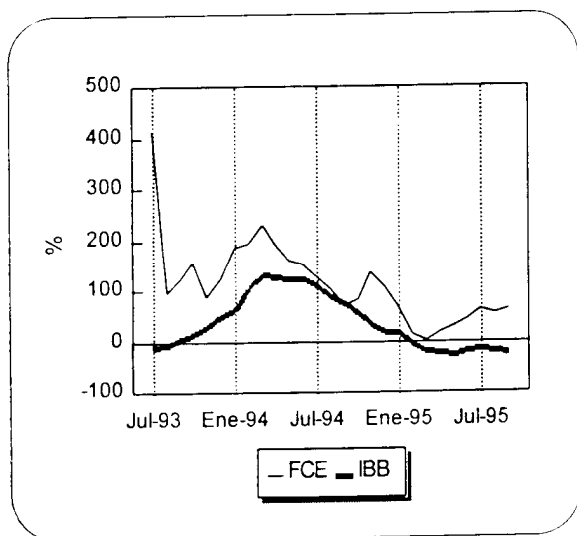
### III. Mercado bursátil y fondos de capital extranjero

Existen diferentes explicaciones en torno al reciente comportamiento del IBB: un rápido crecimiento desde 1992 hasta mediados de 1994, y a partir de entonces, una marcada depresión en las cotizaciones de las acciones. Estas variaciones se atribuyen al comportamiento de las tasas de interés, de la tasa de cambio, al efecto "tequila", a la desaceleración de la economía y a la crisis política.

Al parecer, el repunte inicial en las cotizaciones estuvo muy influenciado por la creciente participación de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) en el mercado bursátil. Entre 1992 y mediados de 1994, el número de FCE autorizados pasó de 19 a 93 y el valor de su portafolio se elevó de US\$19 millones a US\$245 millones.

A partir de junio de 1994 la tasa de crecimiento del IBB empezó a disminuir, sin que ello guarde relación con el crecimiento observado en el valor del portafolio de los FCE. La información disponible hasta septiembre, evidencia que no ha habido una crisis de confianza por parte de los inversionistas extranjeros.

**Gráfico 5**  
**IBB y Portafolio de los Fondos de capital extranjero**  
**crecimientos anuales**



*Fuente: Bolsa de Bogotá y Superintendencia de Valores. Cálculos Asobancaria.*

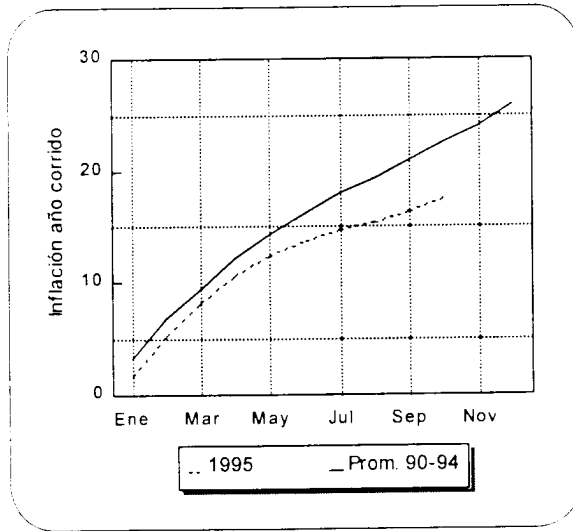
#### IV. Precios

Los resultados del IPC en el pasado mes de octubre, definitivamente eliminan la posibilidad de alcanzar la meta del 18%: el acumulado de los primeros 10 meses llegó a 17,4%.

Si bien la tasa anual de crecimiento del IPC total (20,5%) mantiene una tendencia descendente, no hay certeza sobre la estabilidad de ese indicador. El descenso de los últimos meses se explica por la evolución de los precios de los alimentos en respuesta a una buena oferta.

En cambio, el indicador de inflación básica se mantiene estancado; en octubre registró un incremento del 22,6% anual. Este resultado comprueba, una vez más, que las presiones inerciales no han sido quebradas por la política monetaria y que la amplitud del rezago empieza a constituirse en un desafiante enigma para la autoridad monetaria.

**Gráfico 6**  
**Inflación año corrido 1995 y promedio 90-94**



Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria