

LA SEMANA DE PASION... PARA EL SISTEMA FINANCIERO

La proximidad de la Semana Santa plantea interrogantes respecto a la situación de liquidez del sector financiero y a la evolución de la tasa interbancaria.

En el último año, el comportamiento de la tasa interbancaria ha estado determinado por cambios institucionales y normativos tendientes a brindarle una mayor estabilidad; cabe destacar el cambio en la fórmula de cómputo del encaje y la intervención del Banco de la República en el mercado de dinero.

A pesar de estos cambios, la tasa interbancaria mantiene un comportamiento típico en determinadas fechas del año: este responde, entre otros factores, al funcionamiento del sistema de pagos de la economía, lo que resulta más difícil de cambiar en el mediano plazo mediante la acción de la autoridad monetaria.

La autoridad monetaria debe estar preparada para aliviar la sequía por la que atravesará el sistema financiero en Semana Santa, puesto que a pesar de todos los cambios positivos que se han introducido en el mercado de dinero, aún persisten factores que favorecen sobresaltos de la tasa interbancaria

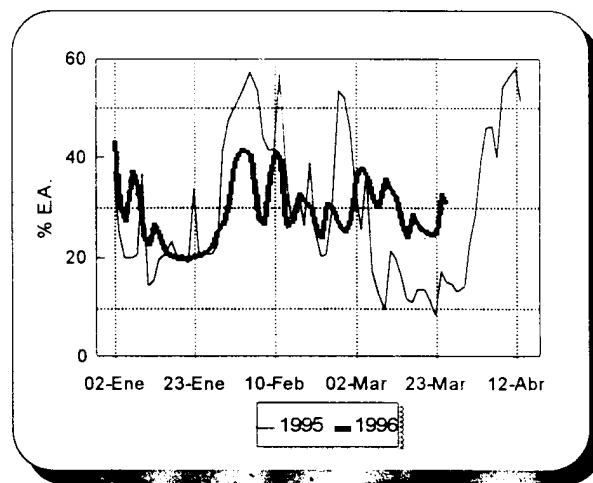
Entre los más importantes se encuentran la permanencia de una estructura heterogénea de encajes y la segmentación del mercado de dinero. El primero está en miras de ser superado, tal como lo ha indicado la Junta Directiva del Banco de la República; el segundo requiere del concurso tanto de las autoridades como del sistema financiero para unificar el mercado de dinero a través de la adopción de un sistema único de transacción electrónica.

El escenario pinta para la misma historia

En la Semana Santa de 1995 el incremento de la tasa interbancaria fue mayor al previsto por los analistas (gráfico 1). Tal comportamiento obedeció, en parte, a que algunas entidades se sobreinvertieron por la aparición de un elevado costo de oportunidad en los días previos a Semana Santa a la alta demanda estacional de efectivo por parte del público y al efecto de demanda que implica el cómputo del encaje del miércoles santo (computa por 5 días).

En 1996, las presiones alcistas provienen de la demanda estacional, de la fórmula de cómputo del encaje, de la restricción monetaria, de los altos encajes sobre CDT y de la inestabilidad cambiaria, esto hace pensar que la historia no será totalmente diferente a la vivida en 1995.

Gráfico 1
Tasa interbancaria (enero-abril)



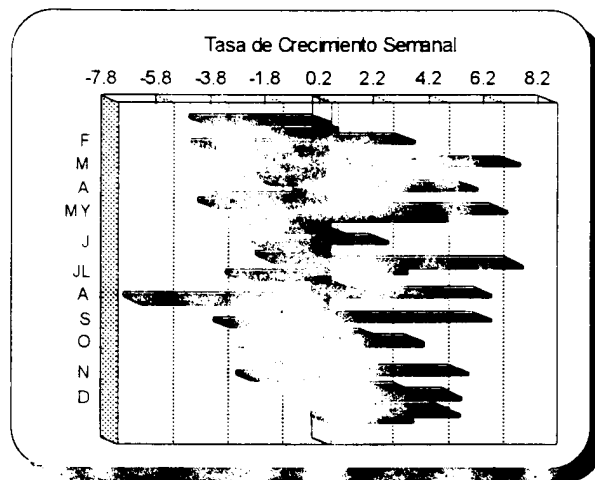
Fuente: Encuesta diaria Asobancaria

Veamos los elementos que contribuyen a fortalecer las expectativas de sequía en el sistema financiero.

En primer lugar, la fórmula de cómputo del encaje impone una mayor presión de demanda por recursos para el miércoles santo, dado que la posición de encaje de este día computa por 5. Este es un elemento igual al registrado en 1995, pero en el presente año se hace más complejo por la conjunción con otros factores: esta semana arrancó con lunes festivo -de forma que el viernes 22 computó por 4 días- y cierra con fin de mes, que se caracteriza por una mayor demanda estacional por efectivo (gráfico 2); a continuación, viene la semana santa con sólo 3 días hábiles.

En segundo lugar, para la semana comprendida entre el 26 y 29 de marzo se recaudarán impuestos por concepto de IVA y retención en la fuente, lo que impone dificultades particulares para las CAV y las sociedades fiduciarias. A pesar de la reducción que se viene observando en la dispersión de los encajes, aún siguen siendo importantes los efectos asimétricos que ocasionan estos recaudos. Se pasa de depósitos que pueden estar encajando 7 centavos en promedio por cada peso, a encajar aproximadamente 30 centavos en cuentas corrientes; el efecto neto para el sistema financiero es una menor disponibilidad de recursos ilíquidos. en una coyuntura de estrechez.

Gráfico 2
Comportamiento estacional de la demanda por efectivo.



fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

En tercer lugar, los recursos provenientes de vencimiento de OMA van a ser mucho menores a los observados en igual época de 1995. Para el período comprendido entre el 26 de marzo y el 3 de abril de 1996, la proyección de vencimientos de títulos de participación clase "B" arroja un monto de \$45.000 millones, lo que representa un 74% menos a los registrados en 1995 (\$170.000 millones) y que en su momento fueron insuficientes para detener la escalada alcista de la tasa interbancaria.

El único factor que, a primera vista, contribuía a una mayor liquidez es la liberación de recursos por la reducción de 3 puntos del encaje sobre los depósitos en cuenta corriente: sin embargo, el efecto de esos \$160 mil millones será moderado, puesto que busca compensar el sobreajuste monetario ocasionado por la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

Intenciones versus Realidades

La activa participación del Banco de la República en el mercado interbancario es uno de los cambios fundamentales registrados desde abril de 1995. ¿Cómo será su intervención en la actual coyuntura? ¿Qué tan efectiva puede ser? Prácticamente el único instrumento mediante el cual el Banco de la República puede incrementar transitoriamente la liquidez del sistema financiero en la actual coyuntura es la realización de operaciones *repo*.

El viernes 22 de marzo, el Banco de la República anunció que está dispuesto a proveer al sistema financiero de recursos líquidos mediante operaciones *repo* al 35% E.A. sin correr el riesgo de que estos recursos validen crecimientos adicionales en la cartera de créditos.

Los alcances de esta política son limitados. De un lado, el reducido saldo de las OMA no permite una liquidez suficiente sino en el caso irreal de compra de todos los títulos de participación. De otro lado, el Banco de la República no puede garantizar su intervención en el mercado de dinero ofreciendo recursos sin límite a una tasa que probablemente estará muy por debajo de las condiciones del mercado: la única forma de asignarlos eficientemente, minimizando el riesgo de que sean utilizados para fondear cartera, es ofrecerlos a una tasa que no difiera sustancialmente de la registrada en el mercado: en este caso su intervención sería procíclica.

Adicionalmente, el monto de operaciones *repo* que haga el Banco va a depender de la evolución del mercado cambiario. Un excesivo nivel de liquidez podría traducirse en mayores presiones sobre la tasa de cambio, situación que muy

difícilmente estaría en disposición de permitir la autoridad monetaria.

Esto indicaría que, salvo el poco probable acceso directo de los establecimientos de crédito a los cupos de liquidez en el Banco de la República, lo máximo que cabe esperar de una intervención activa es la moderación de las presiones alcistas de la tasa interbancaria, pero no la eliminación de la estacionalidad de Semana Santa.

La razón de fondo para que los cambios fundamentales en el mercado interbancario tengan resultados limitados, estriba en la existencia de factores estructurales que no se pueden perder de vista cuando se piensa en reducir la volatilidad de la tasa interbancaria.

El primero de ellos es la permanencia de una estructura de encajes dispersa, a pesar de la política llevada a cabo por la autoridad monetaria desde el año anterior. El segundo, y no menos importante, se refiere a la imperfección de la información al interior del mercado interbancario, hay que reconocer que el mercado no ha logrado su modernización con la velocidad deseada y que la segmentación repercute en la formación de la tasa interbancaria.

El primer factor está en trance de ser superado, como lo anunció uno de los codirectores del Banco de la República en el pasado Congreso Nacional de Tesorería: de todos modos, no aparece en el panorama de corto plazo una reducción de encajes adicional a la prevista, que pudiera irrigar una mayor cuantía de recursos al sector financiero para cambiar la expectativa del alza estacional.

La corrección del segundo factor radica en la implementación de un sistema único de transacción electrónica, donde la

formación de precios se lleve a cabo de manera más transparente y las decisiones financieras respondan en mejor medida a las condiciones de la oferta y la demanda. Este proceso ha sido muy lento y para el mediano plazo no se perfila una solución definitiva.

De la misma forma en que el Banco de la República forzó la tecnificación del canje, no resulta aventurado sugerir la necesidad de que la autoridad monetaria anuncie la realización de su intervención en el mercado interbancario a través de un sistema específico. Esto no sólo eliminaría la segmentación del mercado, sino que daría una mayor fluidez a la información, reduciría la volatilidad del mercado interbancario y mejoraría la efectividad de la política monetaria.

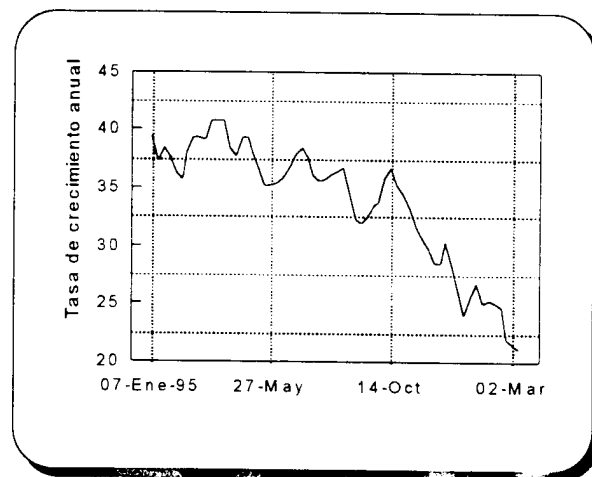
Siendo realistas, no se cuenta por ahora con las herramientas que eliminen las estacionalidades del mercado, pero la autoridad monetaria debe caminar en ese rumbo; por ahora, el Emisor debe permanecer alerta para evitar un excesivo desborde de la inevitable trepada de Semana Santa.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

De acuerdo con cifras del Banco de la República, los agregados monetarios amplios (M3 y M2) mantienen una tendencia descendente en sus tasas de crecimiento anual (M3 pasó de 25,2%, en febrero 17, a 20,9% el 9 de marzo pasado y M2 de 24,7% a 21,1% en igual período); entre tanto, M1 y la base monetaria (aunque presentaron un fuerte descenso en la octava semana del año), permanecen alrededor del 15% anual.

Gráfico 3
M2. Tasas de crecimiento anual.



Fuente: Banco de la República

Los activos financieros que más están incidiendo en el bajo crecimiento anual de M3, son los certificados a término de los bancos (9,9%), los CDT de las corporaciones financieras (7,2%) y las captaciones de las compañías de financiamiento comercial (15,3%); los tres rubros representan el 27,2% de M3 y crecen en promedio un 10,7% anual, como consecuencia del aumento en los encajes de los CDT.

Es importante resaltar que las captaciones mediante bonos han alcanzado un crecimiento anual de 167,9%, lo que es explicado también por el aumento de los encajes de los CDT.

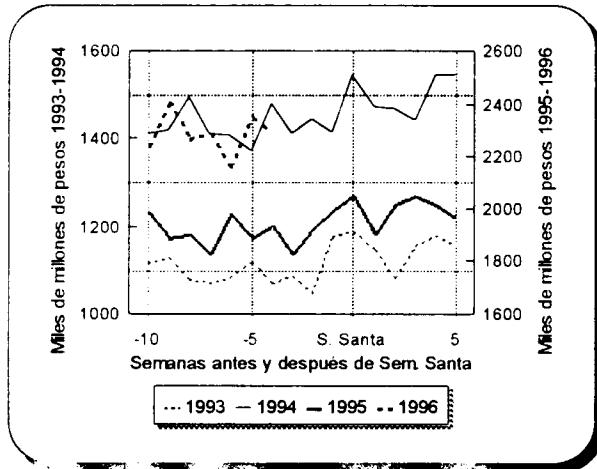
Durante la semana que terminó el 9 de marzo, la base monetaria creció en \$264 mil millones producto de un aumento en el crédito neto a la Tesorería General de la Nación por \$263 mil millones; M1 cayó en \$44 mil millones.

Semana Santa

Es usual que la demanda por dinero aumente en los días previos y durante la Semana Santa; ello implica un aumento en

la demanda por efectivo, que tendrá como fuente una disminución en los pasivos del sistema financiero. Los depósitos en cuenta corriente disminuirán a favor de aquellos activos financieros que generen rendimientos durante los días no hábiles.

Gráfico 4
Efectivo en Semana Santa (1993-1996)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

En general se puede decir que durante la Semana Santa se presenta una recomposición del portafolio de los agentes del mercado, a favor de efectivo, en detrimento de cuentas corrientes y con un efecto positivo sobre los cuasidineros (dentro de estos, se destaca una disminución en los depósitos fiduciarios, aumentos en CDT de las corporaciones financieras y en los depósitos ordinarios de las CAV, así como una caída en las cuentas de ahorro en UPAC y aumentos en el ahorro de los bancos).

Sobre M1 se espera un efecto negativo, al igual que sucedió en los años anteriores (1992-1995).

B. Tasas de Interés

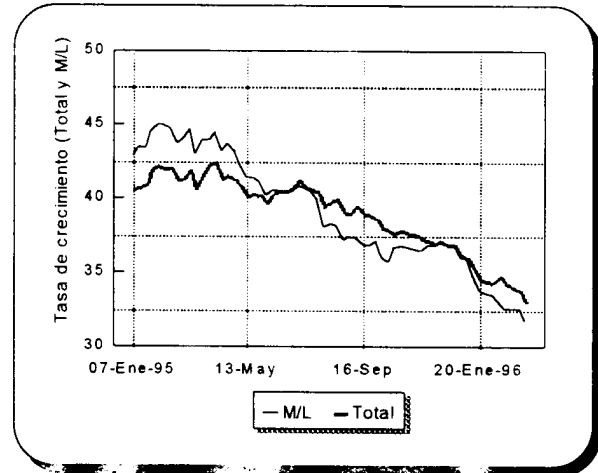
En la semana que terminó el 22 de marzo, la tasa interbancaria promedio disminuyó

con respecto a la observada una semana atrás al registrar un valor de 26,8% E.A. Según cifras de la Superintendencia Bancaria, para el 9 de febrero de 1996, la tasa de captación del sistema financiero estaba en 32,91% E.A.: para entonces la tasa de CDT de tesorería a 90 días era de 33,92%, E.A. En la semana que terminó el 22 de marzo la tasa de CDT de tesorería fue en promedio de 33,3%, E.A.

C. Cartera de créditos

Continúa el descenso de la tasa de crecimiento anual de la cartera del sistema financiero; para el 9 de marzo esta fue de 33,1%. La cartera en moneda legal creció al 31,8% y la cartera en moneda extranjera al 38,9%.

Gráfico 5
Cartera total y en moneda legal del sistema financiero. Tasas de crecimiento anual



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

De acuerdo con la Superintendencia Bancaria, el indicador de calidad de la cartera de los establecimientos de crédito ha presentado un leve deterioro en lo corrido de 1996, al pasar de 5,57% en la última semana de 1995 a 6,04% en la semana que terminó el 9 de febrero.

II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 22 de marzo, la TRM promedio fue de \$1.047,61; para entonces, la devaluación anual era de 20,57% y en lo corrido del año de 6,11%.

Aunque al inicio de la semana anterior el Banco de la República tuvo que intervenir en el mercado cambiario con unos US\$30 millones al finalizar la semana se presentaron reintegros cafeteros y una demanda poco activa, que permitieron que la TRM bajara durante el viernes.