

SOBRE LA LIQUIDEZ DEL SECTOR PÚBLICO

Un manejo, al parecer indebido, de unos recursos de entidades territoriales en encargos fiduciarios, llevó al gobierno nacional a la expedición del decreto 538 a finales de febrero pasado.

Esta norma introdujo, entre otros, un nuevo régimen para el manejo de los excedentes de liquidez de las entidades territoriales y para los Fondos Especiales de las entidades del orden nacional. Para las primeras dispuso dos opciones para colocar sus excedentes: invertir en TES y en depósitos en entidades financieras bancarias calificadas como “AAA”. A las segundas las obliga a colocar su liquidez en TES en el mercado primario.

Esta Semana Económica analiza las potenciales implicaciones del mencionado decreto. Debido al tamaño de los recursos administrados por los entes territoriales, podría presentarse un efecto no despreciable sobre las tasas de interés de mercado, mayores restricciones de liquidez y alta concentración de la deuda pública en cabeza del sector oficial.

Qué es un bajo riesgo?

Antes de la expedición del decreto 538, las entidades territoriales seguían como lineamiento para el manejo de sus excedentes de liquidez, lo dispuesto en la Ley 819 de 2003¹: *“Las entidades territoriales deberán invertir sus excedentes transitorios de liquidez en Títulos de Deuda Pública Interna de la Nación o en títulos que cuenten con una alta calificación de riesgo crediticio o que sean depositados en **entidades financieras calificadas como de bajo riesgo crediticio**”*.

No obstante lo anterior, el gobierno nacional dispuso en el decreto 538 que las entidades territoriales podrían invertir sus excedentes, además de TES, en *“certificados de depósitos a término, depósitos en cuenta corriente, de ahorros o a término en condiciones de mercado en establecimientos bancarios vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia con calificación vigente triple AAA o su calificación análoga para corto y largo plazo por parte de las sociedades calificadoras de riesgo”*.

De esta forma, el gobierno establece que solo aquellos emisores con calificación “AAA” son considerados como de “bajo riesgo”. Esto no solo desconoce la realidad de riesgo de la estructura de calificaciones impartidas por las sociedades especializadas en esta materia, sino que es más exigente que la propia ley.

Conviene recordar que las calificaciones se dividen en dos segmentos: el de grado de inversión y el especulativo. En el grado de inversión, además de la triple “AAA”, existen otras tres categorías (o *notches*) hasta la calificación “BBB”. Se denominan de grado de inversión precisamente porque el inversionista coloca sus recursos en términos prudentes, es decir con riesgo bajo.

De hecho, emisiones con la calificación más baja dentro del grado de inversión “BBB” tienen una capacidad aceptable de pagar capital e intereses (Bank Watch), cuentan con suficiente capacidad de pago del capital y los intereses pactados (Fitch Chile) o con buena certeza del pago futuro (Duff & Phelps corto plazo).

Por lo anterior, el Gobierno debió haber permitido la inversión de los excedentes de liquidez en entidades calificadas en

¹ Artículo 17.

cualquier categoría de grado de inversión, tanto en el corto como en el largo plazo. Al exigir más, el gobierno vá más allá de lo que señala la ley y lo que entiende un inversionista medianamente informado.

Los efectos sobre la liquidez de la economía

Si bien la norma dispone que las entidades públicas del orden nacional y las entidades territoriales cuentan con 10 meses para desmontar de manera progresiva las inversiones y depósitos que no cumplan con los requisitos del decreto, ya se están dando retiros de recursos de las entidades públicas con el fin de constituir TES. En algunos casos este efecto ha sido impulsado por una inadecuada interpretación de la norma y falta de claridad respecto al tema.

Los efectos de la medida sobre la liquidez agregada no serán despreciables. Un sondeo realizado por Asobancaria indica que hay cerca de \$9 billones de pesos oficiales depositados en las entidades financieras, de los cuales por lo menos \$2 billones son susceptibles de irse a TES por disposiciones del decreto. Una vez constituidos estos TES, los recursos que recibe el Tesoro Nacional son depositados en una cuenta en el Banco de la República, lo que para efectos prácticos constituye una operación de contracción monetaria.

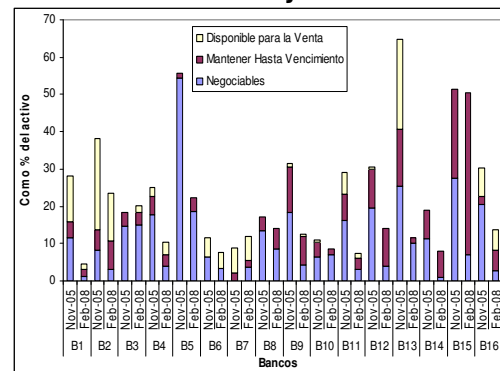
Una forma de compensar esa menor liquidez agregada podría ser mediante la realización de operaciones repo de expansión por parte del Banco de la República. Sin embargo, este mecanismo presenta dos inconvenientes.

El primero de ellos es que para acceder a recursos del Emisor, los bancos deben tener títulos suficientes para respaldar las operaciones repo, y la disponibilidad de esos papeles es cada vez más limitada en virtud a la venta de inversiones que ha hecho la banca para poder fondear sus colocaciones de cartera. El gráfico 1 muestra cómo entre noviembre de 2005 y febrero de este año todos los bancos han disminuido las inversiones en títulos, ya que se han

enfocado más al crédito que a la administración de un portafolio de inversiones.

Gráfico 1

Peso de inversiones y su distribución



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria

En segundo lugar, hay una diferencia sustancial entre la naturaleza de los depósitos de las entidades públicas versus el endeudamiento que puede ser obtenido en el Banco de la República. Los primeros son recursos relativamente estables, con los que se pueden fondear actividades de crédito sin mayores efectos sobre el gap de liquidez, mientras los otros son recursos *overnight*, cuya corta duración los hace inadecuados para efectos de fondear la colocación de créditos.

Otros efectos de la medida

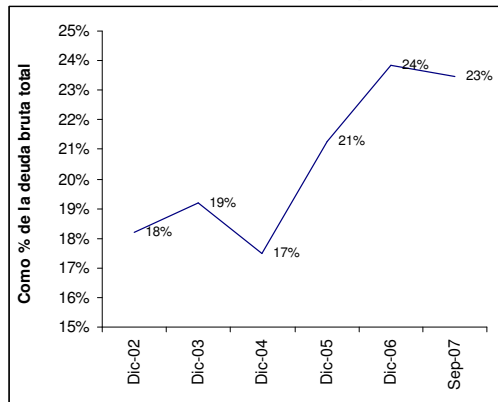
Teniendo en cuenta que la norma es muy reciente, no hay cifras ni evidencia que permitan hacer un balance del efecto que ha tenido el decreto en el mercado monetario y de valores. Sin embargo, anticipamos algunas consecuencias que, de materializarse, pondrían en riesgo variables fundamentales para la marcha de la economía.

1) Una consecuencia directa es la mayor concentración de la deuda pública en cabeza de las propias entidades del sector público. Luego de haber alcanzado un mínimo de 17% en diciembre de 2004, hoy en día, el 23% de la deuda bruta interna del Sector Público No Financiero está en los balances del propio sector oficial (Gráfico 2).

Hay un riesgo latente de seguir aumentando dicha dependencia, lo cual le impone rigideces y sobre costos a las entidades en el manejo de sus recursos. Mayor concentración de deuda pública en manos de entidades oficiales no es buena señal para los mercados porque esos excedentes son transitorios y como en el caso de seguridad social las inversiones en TES deberán redimirse por completo en los próximos años para cancelar los pasivos pensionales existentes.

Gráfico 2

Concentración de la deuda pública interna en entidades del sector público



Fuente: DGPM Ministerio de Hacienda, cálculos Asobancaria.

2) La restricción de la liquidez por la vía del encaje y la recomposición de los pasivos a favor de los CDT's que se ha inducido por parte de las autoridades ha traído un importante aumento en el costo de fondeo de la actividad de intermediación. Cálculos de Asobancaria sugieren que esto ha encarecido el fondeo de los bancos del orden de \$1 billón en el último año, monto que seguirá creciendo en la medida en que los bancos tengan que sustituir recursos públicos que se congelan en el Banco de la República por CDT's y depósitos a plazo. Este "crowding out a la brava" generará un incremento de las tasas de interés, a menos que esta "inversión forzosa o convenida" se compense con otro mecanismo por parte del Banco de la República.

3) La medida podría afectar el desarrollo futuro del mercado de deuda pública. Después de un gran avance en el desarrollo de este mercado, reconocido como un ejemplo a nivel regional, aumentar los montos de inversiones forzosas o convenidas con las entidades públicas podría poner en riesgo el cronograma de subastas vigente. Confiamos que se mantenga el cronograma de subastas previsto para el presente año, y que la mayor disponibilidad de liquidez (que el 21 de marzo alcanzó los \$9.2 billones) no sea un elemento que le introduzca ruido al desarrollo y formación de precios de la subasta de TES.

4) Un importante riesgo potencial es la volatilidad en la curva de rendimientos que puede ocasionar la necesidad de las entidades territoriales de estar constituyendo TES cuando tengan excedentes de liquidez o liquidando portafolios cuando sus necesidades de caja lo requieran. Esa volatilidad tiene importantes efectos sobre todos los inversionistas, que mayoritariamente hoy son fondos de pensiones y demás inversionistas institucionales.

5) Finalmente, la medida castiga a muchas tesorerías públicas de entidades territoriales como Bogotá y Medellín, que habían venido avanzando en la profesionalización de la gestión de sus activos y pasivos monetarios. Todo el esfuerzo en esta materia se pierde al obligarlos a tomar posiciones en TES.

Comentarios finales

Si bien el manejo de los excedentes de las entidades públicas requieren de un debido seguimiento y control, algunos elementos del decreto 538 generan preocupación. El gobierno y el Banco de la República deberían evaluar las previsibles consecuencias que está trayendo la entrada en vigencia de esta norma y los potenciales riesgos que puede acarrear para la economía. La adecuada protección de los dineros públicos, que todos defendemos, no debería implicar *trade-offs* tan grandes como subir las tasas de interés y crear incertidumbre y volatilidad en el mercado de deuda pública.