

VIII CONGRESO
PANAMERICANO EN CONTROL Y PREVENCIÓN DEL
LAVADO DE ACTIVOS Y FINANCIACIÓN
DEL TERRORISMO

INFORMACIÓN E INSCRIPCIONES
Gerencia de Eventos
Teléfono: (57 1) 3266600 Ext. 1480 - 1481 - 1482 - 1483 - 1484 Fax: (57 1) 3266602E-mail: eventos@asobancaria.com
Hotel Hilton - Cartagena de Indias - Julio 24 y 25 - 2008

SOBRE LAS ÚLTIMAS MEDIDAS DEL EMISOR

El viernes pasado el Banco de la República adoptó dos decisiones buscando resolver una coyuntura que con el transcurso del tiempo se estaba volviendo cada vez más compleja. Con el fin de ponerle un piso a la fuerte revaluación del peso, que estaba bordeando el 20% en lo corrido del año, decidió reforzar su intervención en el mercado cambiario, aumentando la acumulación mensual de reservas internacionales de US\$150 millones a US\$400 millones. Considerando los efectos expansionistas de esta medida en una coyuntura inflacionaria, el emisor aumentó los encajes ordinarios para los depósitos bancarios como medida compensatoria.

En esta Semana Económica analizamos el efecto de estas decisiones. De una parte observamos que en los próximos tres meses habrá una contracción monetaria que podría inducir un aumento adicional en las tasas de interés de colocación. En los meses subsiguientes y dependiendo de la preferencia por efectivo de los agentes, la expansión monetaria resultante podría coincidir con los requerimientos de liquidez de la economía para el final del año.

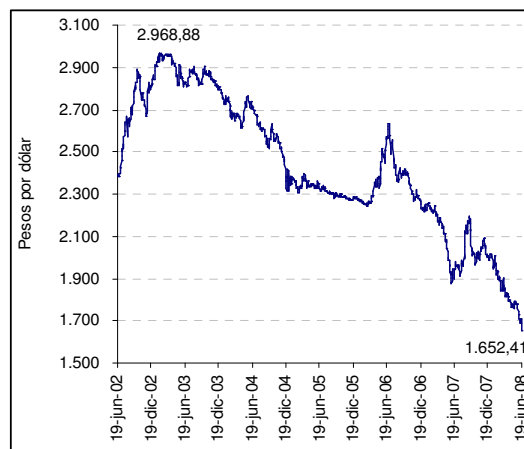
Si bien el peso se devaluó cerca de 16% en una semana como resultado de las medidas adoptadas y por la reacción del mercado a las noticias políticas, los elementos estructurales que propician la revaluación siguen presentes. El gobierno ha aceptado hacer un esfuerzo por disminuir el gasto público, el cual ojalá fuese mayor, lo que permitiría generar condiciones más propi-

cias de estabilidad en los precios y en la tasa de cambio.

Las decisiones adicionales para combatir la apreciación

La acumulación adicional de reservas por cerca de US\$250 mensuales permite contar con un mayor respaldo para sortear un posible deterioro en el entorno internacional, y fue la forma en que el Banco de la República respondió a las demandas para atajar el desplome del dólar (gráfico 1), que estaba afectando a varios sectores de la economía.

Gráfico 1
Evolución de la TRM



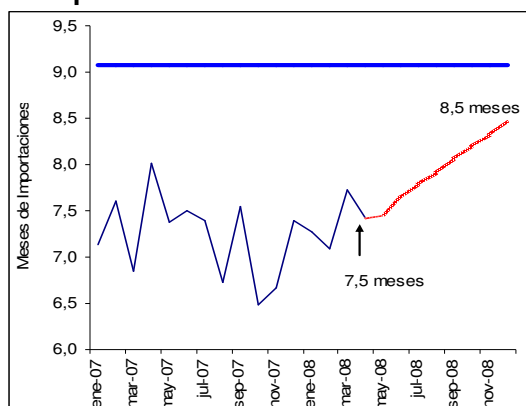
Fuente: Banco de la República.

Si bien a la fecha el banco había venido acumulando algunas reservas internacionales, es interesante notar que el indicador de reservas como meses de importaciones se ubica en un nivel de 7.5. Este es inferior al promedio histórico de 9.1 meses, el cual se estima prudente para enfrentar

problemas cambiarios ante una eventual destorcida de los flujos de capital.

Desde esta perspectiva hay un espacio para la acumulación de reservas cercano a US\$4.500 millones. Como las subastas empezaron a operar a partir del 24 de junio¹ y se llevarán a cabo durante lo que resta del año, el Banco estaría acumulando reservas por cerca de US\$2.500 millones de dólares², con lo que las reservas al finalizar 2008 superarían los US\$25 mil millones y representarían 8.5 meses de importaciones³ (gráfico 2).

Gráfico 2
Reservas internacionales como meses de importaciones



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Como respuesta a la medida, la TRM aumentó cerca de 270 pesos en esta semana. Pero los cambios no llegaron sin sobresaltos para los operadores. O el emisor no esperaba un repunte tan rápido, o en el afán por expedir las resoluciones del viernes pasado, se olvidó que había unas normas vigentes que definen las reglas con base en las cuales interviene en el mercado a fin de reducir la volatilidad de la tasa de cambio.

Recordemos que el margen para el control de volatilidad se había disminuido al

2% en 2005 cuando el banco estaba interviniendo y la tasa estaba cayendo. Es decir que para evitar una revaluación mayor el emisor convocaba subastas ante la presencia de volatilidades menores.

Ahora que el peso se empezó a devaluar rápidamente, el martes pasado el Banco aumentó del 2% al 5% la volatilidad permitida para no volver contradictorias las operaciones de acumulación de reservas con las ventas que tendría que hacer para controlar la volatilidad.

Esta medida sólo duró dos días, ya que la fuerte devaluación del miércoles y jueves, bienvenida por las autoridades, llevó al Banco de la República a suspender hasta agosto la utilización de este instrumento de control de volatilidad.

Estos cambios en las reglas del juego en períodos tan cortos, por supuesto, no fueron bien recibidos por el mercado.

El aumento del encaje

Como se anotó, si bien hay espacio para la acumulación de reservas desde la perspectiva cambiaria, la coyuntura inflacionaria no permite una expansión monetaria, por lo que el emisor endureció el encaje como medida compensatoria.

Así, mediante Resolución Externa 05, el Banco de la República eliminó el encaje marginal y lo reemplazó con un incremento del ordinario a partir del 13 de agosto. Asobancaria estima que de mantenerse la actual composición de depósitos, el encaje promedio subirá de 8% a 10% (Cuadro 1).

Cuadro 1
Encaje medio por tipo de depósito y total

Depósito	Actual	Nuevo
Cuenta Corriente	11%	11.5%
Ahorro	9.4%	11.5%
CDT	3.2%	6%
Total	8%	10%

Fuente: Cálculos Asobancaria

¿Si la medida sube el encaje promedio de la banca, por qué se desmontó el encaje marginal?. La respuesta es que el encaje marginal de las cuentas de ahorro (27%) era tan oneroso que indujo una fuerte

¹ Los resultados se publicarán diariamente en el link:

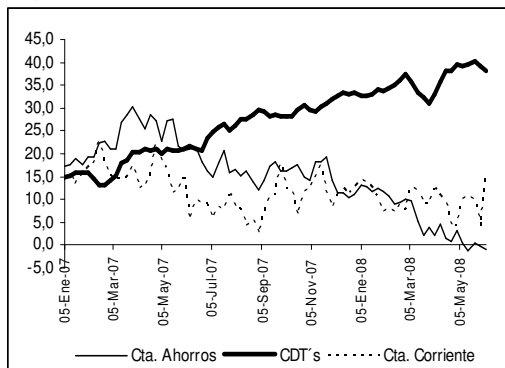
http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_sub_opci_inmer.htm

² Ya que se trata de 129 días hábiles y US\$20 millones diarios.

³ Esto corresponde a un escenario en el que se subasta el cupo diario de US\$20 millones y las importaciones mensuales son equivalentes a US\$3.000 millones.

sustitución de estos depósitos por CDT. El gráfico 3 muestra que el crecimiento anual de las cuentas de ahorro ya era negativo, mientras que el saldo de los CDT's registraba un significativo incremento.

Gráfico 3
Tasa de crecimiento anual por tipo de depósito



Fuente: Banco de la República

Mantener inalterada la tasa de intervención del emisor era incompatible con la existencia del encaje marginal. Esto, porque en la medida que la participación de los CDT siguiera aumentando como fuente de fondeo, mayor sería el costo financiero de la intermediación, produciendo un impacto alcista al conjunto de tasas de la economía, aún con una tasa repo-central inalterada en 9.75%. Veremos, sin embargo, que el nuevo encaje ordinario seguirá estimulando la apertura de CDT's y por ende presionando al alza las tasas de interés.

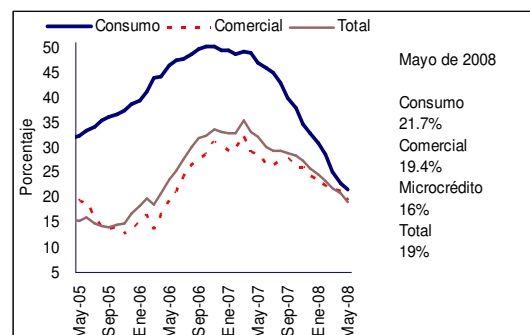
El impacto de los mayores encajes

Desde Asobancaria veníamos solicitando al Banco de la República eliminar las medidas de encaje impuestas el año pasado, entre otras razones, porque su efecto sobre el crédito ya se había cumplido. Extenderlas más allá puede generar una desaceleración no deseada de la demanda agregada.

Efectivamente el crédito de consumo a mayo registra un crecimiento de 21.7%, cifra muy inferior a las tasas del 50% observadas a principios de 2007. La caída es tan acentuada que nuestros cálculos indican que de mantenerse el ritmo de desacelera-

ción, a finales del año el crédito de consumo crecerá a tasas del 9%, es decir menos que el PIB nominal.

Gráfico 4
Tasa de crecimiento anual por modalidad de cartera

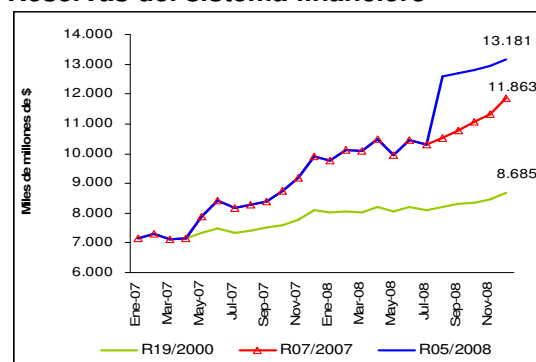


Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria

La sustitución de encaje marginal por el ordinario endurece la situación de liquidez ya que se busca esterilizar la expansión monetaria proveniente de la acumulación adicional de reservas internacionales.

Asobancaria estima que el nuevo encaje ordinario recogerá \$2.2 billones adicionales. En conjunto con las dos medidas de encaje (la de mayo de 2007 y la de junio de 2008) la banca deberá congelar recursos adicionales por \$4.5 billones, lo que representa un incremento del 52% en las reservas del sistema financiero (Gráfico 5).

Gráfico 5
Reservas del sistema financiero



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

El cuadro 2 resume el impacto monetario neto de las dos medidas adoptadas la semana anterior por el Banco de la República. De una parte se dará una expansión monetaria por la acumulación de reservas, la cual se irá compensando en la medida en que los bancos recojan los requerimientos de reserva que serán exigibles en septiembre⁴. Al final de ese mes, Asobancaria estima que habrá una contracción monetaria cercana a \$824 mil millones.

Cuadro 2
Impacto monetario neto estimado

	Contracción R05/2008	Acumulación De reservas. Expansión adicional bruta*	Expansión Neta
Jun-08	\$\$\$	144	¿144?
Jul-08	\$\$\$\$	432	¿432?
Ago-08	\$\$\$\$\$	846	¿846?
Sep-08	2.192	1.368	-824
Oct-08	2.044	1.890	-154
Nov-08	1.895	2.268	372
Dic-08	1.594	2.754	1.159

* Usando una tasa de compra de \$1800

Fuente: Cálculos Asobancaria

Esta situación se revertirá casi totalmente en octubre hasta convertirse en una expansión neta en noviembre y diciembre, la cual podría coincidir con la mayor demanda estacional de fin de año. En otras palabras es posible que el programa monetario de este año pueda cerrar con la medida adoptada y una provisión marginal de liquidez adicional.

¿Recomposición otra vez?

Como se mencionó, la medida de encaje marginal indujo una recomposición de depósitos a favor de CDT a un costo financiero mayor. Una pregunta que surge es si la eliminación del encaje marginal revivirá el interés por las cuentas de ahorro.

⁴ Colocamos signos \$ de manera creciente en esa columna entre junio y agosto, ya que no nos es posible precisar el esfuerzo mensual que hará cada entidad para ir recogiendo los recursos adicionales que deberán ser encajados en la primera semana de septiembre.

La respuesta parece ser negativa. No hay que perder de vista que cien pesos adicionales captados a partir de la entrada en vigencia de la medida congelará recursos por \$11,5 en una cuenta de ahorros y \$6 en el caso de un CDT con plazo menor a 18 meses. El impacto sobre la liquidez de un banco “promedio” sigue estimulando la captación mediante CDT a corto plazo, sobre todo si se tiene en cuenta que los ahorros corporativos exigen rendimientos similares a los de un depósito a plazo.

Por el otro lado, aunque el costo financiero de la cuenta corriente es casi nulo, estimular estos depósitos resulta muy difícil a la luz de sus determinantes que parecen responder más a motivos transaccionales.

En definitiva, parece ser que seguirá el estímulo a seguir captando vía CDT's de corto plazo, y se crea un mayor incentivo a captar mediante estos instrumentos a plazos superiores a 18 meses para minimizar el impacto del aumento en el encaje ordinario.

De esta forma, lejos de estabilizarse, el costo de fondeo de la intermediación seguirá incrementándose, bien sea por la mayor captación vía CDT's de corto plazo que actúan como sustitutos de las cuentas de ahorro, o bien mediante una estrategia de alargamiento de plazos de estos instrumentos, lo que se traducirá en una mayor tasa de interés y una reducción de los márgenes de la banca.

La importancia del ajuste fiscal

Asobancaria había señalado (Ver Semana Económica 654 y discurso en la sesión de Clausura de la Convención Bancaria) que el manejo de la coyuntura no debería recaer exclusivamente en el emisor, y que el gobierno nacional tenía que actuar de inmediato para reducir el gasto público. En nuestro análisis señalábamos: 1) que el crecimiento de la economía venía impulsado por la dinámica del sector privado, y ante los brotes inflacionarios el sector público debería disminuir su presión sobre la demanda agregada reduciendo el déficit fiscal;

y 2) que la revaluación y la inflación eran problemas que ameritaban acción inmediata y por ello el recorte de gasto público se requería desde este mismo año.

Por lo anterior, Asobancaria aplaude el anuncio que el gobierno hará un recorte de \$1.5 billones en el presupuesto de 2008. Sin embargo, si se quiere lograr una disminución del nivel de deuda pública, se requiere un superávit primario mínimo de 1.2% para lo cual es indispensable una reducción real del gasto de \$2.5 billones, es decir un recorte adicional de \$1 billón. Es vital que el ajuste no se limite a apropiaciones que de todas maneras no se iban a ejecutar, ya que se requiere de una disminución efectiva en los déficit fiscal de este y del próximo año. Como lo han señalado algunos analistas, recorte que no duele, es porque no sirve.

Comentarios finales

La fuerte apreciación del peso llevó al Banco de la República a adoptar medidas de acumulación de reservas cuyo impacto monetario espera esterilizar mediante el aumento del encaje ordinario. Como en la profesión sabemos que no hay “almuerzo gratis”, el beneficio que esto significa para unos sectores afectados por la tasa de cambio será pagado por la economía en su conjunto por la vía de mayores tasas de interés, resultantes de las medidas de contracción monetaria.

Conviene precisar dos elementos

que a veces generan confusión entre los analistas.

De una parte, las decisiones del emisor sobre las tasas de intervención y el encaje se orientan al mismo objetivo de moderar el aumento de la demanda agregada y controlar la inflación a través de un nivel de tasa de colocación coherente con este propósito. El encaje contrae la liquidez disponible en los bancos y, como sucede con cualquier otro producto, al reducirse la oferta se afecta su precio, que en este caso es la tasa de interés. Por lo anterior es ingenuo pensar que las tasas de interés de mercado permanecerán inalteradas pese a la imposición de medidas restrictivas como el encaje.

De otra parte, para el emisor el nivel del margen de intermediación no es un tema tan relevante, ya que su preocupación mayor es que la tasa de interés de colocación sea compatible con la meta de inflación. De hecho el margen venía cayendo en 2007 haciendo inoperante la política de aumentos en la tasa repo. El emisor tuvo que recurrir a la imposición de encajes marginales a mediados del año anterior, medida que fue acompañada con el aumento de las provisiones contracíclicas por parte de la Superintendencia Financiera. Si bien en los últimos meses el margen se ha recuperado ligeramente frente a 2007⁵, ha sido el importante incremento en las tasas de colocación⁶ lo que ha desacelerado el crédito.

⁵ Incremento de 5.7% medido en el período enero-mayo 2008 frente al mismo período de 2007 (margen expost).

⁶ Incremento de 27% en igual período. Se refiere a la tasa de interés ponderada de todas las modalidades de crédito.