

El desarrollo del mercado de deuda pública VERANO,... ¿DE UNA SOLA GOLONDRINA?

Los mercados financieros colombianos padecen muchas enfermedades: No existe una curva de rendimientos que mantenga la relación inversa entre plazo y riesgo y que, por tanto, garantice una remuneración consecuente con esos criterios a los inversionistas; tampoco existe un mercado de largo plazo a través del cual se pueda viabilizar una estrategia de desarrollo del mercado de capitales, ni una instancia que satisfaga las necesidades de liquidación de muchos de los títulos.

Por esas razones el gobierno ha iniciado una campaña de promoción y desarrollo del mercado de deuda pública. Se trata, de una parte, de favorecer la colocación y negociación de sus propios títulos y, de otra, de apoyar el desarrollo del mercado de capitales a través de la promoción de verdaderos hacedores de mercado.

La necesidad de superar los inconvenientes del mercado de capitales se hace aun más necesaria y urgente, dado que la Ley 31 de 1992 estableció que, a partir de 1999, las operaciones de mercado abierto del

Banco de la República se deberán hacer con títulos de deuda pública. Ese desarrollo supone la desaparición de los actuales títulos de participación y, lo que es más importante, la creación de un mercado ágil y líquido para los TES.

Para favorecer el avance en la dirección mencionada, el gobierno expidió el decreto 1638, mediante el cual se autoriza a los bancos a realizar operaciones de *underwriting* y, a éstos y a las corporaciones financieras a realizar por

cuenta propia cotizaciones en firme de compra y venta de títulos de deuda pública. Los hacedores de mercado se comprometerán a realizar la colocación de los TES y, a la vez tomarán una posición en cada emisión.

Para la Asobancaria ese proceso resulta de la mayor importancia. Sin embargo, es necesario que las autoridades económicas definan estrategias claras en lo que tiene que ver con la estabilidad de las variables macroeconómicas y los criterios de su intervención en el mercado.

"Primero mi primaria"

La profundidad del mercado de deuda pública y la realización de operaciones de mercado abierto a través de esos títulos es algo normal en otras economías que cuentan con mercados desarrollados. Sin embargo, para que ello opere en Colombia es necesario modificar algunas de las condiciones actuales del mercado.

En primer lugar, el marco normativo existente impone muchas restricciones, tanto a los hacedores de mercado como a los posibles inversionistas.

Las autoridades monetarias no han logrado establecer aún unas directrices claras para el manejo de la política de encajes, y las inversiones forzosas del sector se realizan sobre tasas inferiores a las del mercado (con el consecuente efecto negativo sobre su valoración). Especial referencia merecen las limitaciones que las autoridades económicas han impuesto para la realización de operaciones repo. A pesar de que esas operaciones representan uno de los elementos más importantes para el ejercicio de la política monetaria, existen límites para su utilización y,

recientemente, se estableció un encaje para aquellas realizadas con el sector real. De otra parte, aunque el gobierno espera que los fondos de pensiones y cesantías dinamicen el mercado de deuda pública, su sola creación no es un motivo suficiente para que ese tipo de entidades desplace sus inversiones al largo plazo. Mientras no exista una mayor sensación de estabilidad tanto en el aspecto político como en las acciones de política monetaria y cambiaria, es bien difícil que los agentes desplacen sus inversiones hacia el largo plazo. A su vez, éste comportamiento hace que no existan unas tasas de largo plazo confiables y, por tanto, que no exista una curva de rendimientos y que el mercado esté concentrado en el corto plazo.

Más costos de la descoordinación macroeconómica

La experiencia reciente ha demostrado que la falta de coordinación entre las políticas fiscal y monetaria resulta demasiado costosa para la sociedad y para el desarrollo de los mercados financieros. El uso de las tasas de interés como herramienta fundamental de las autoridades monetarias para presionar un control del gasto público, hace que las tendencias y características de estabilidad de ese precio -básico para el sistema financiero- sean guiadas por factores exógenos a los mercados mismos y a sus agentes.

La Asobancaria no desconoce que las tasas de interés son una de las variables fundamentales para el ejercicio de la política monetaria; sin embargo, considera que ello no justifica que éstas sean usadas permanentemente, como una variable de

ajuste y compensación de las deficiencias en la coordinación macroeconómica.

El desarrollo de mercados de largo plazo, con sus propios sistemas de precios, depende de que los agentes confíen en la viabilidad de los negocios a esos plazos. Sin embargo, el peligro de una eventual intervención -directa o más pausada- sobre las tasas de interés se constituye en uno de sus principales obstáculos.

De otro lado, hablando de la coordinación macroeconómica, no aparece muy clara la forma como se van a conciliar los objetivos de la política monetaria y el manejo de la deuda pública, a través del mismo instrumento. Aunque la política de endeudamiento interno forma parte de la Programación Macroeconómica, ello no necesariamente supone que se pueda conciliar la dinámica de ese endeudamiento, con las decisiones de corto plazo del Banco de la República en cuanto a una política monetaria expansiva o contraccionista.

Tarea para todos

En opinión de la Asobancaria, son muchos los pasos que deben darse para favorecer el desarrollo de un mercado de deuda pública y, en general, la profundización del mercado de capitales.

Sin embargo, es improbable que se pueda avanzar en ese camino si no existe un verdadero compromiso común. La coordinación macroeconómica, la estabilidad en las acciones de política económica, la regulación adecuada y flexible de las operaciones del mercado financiero, el desarrollo de mecanismos modernos de información por parte del sector financiero, y muchas otras tareas quedan por hacerse, si es que realmente

queremos dar pasos adelante hacia la modernidad financiera.

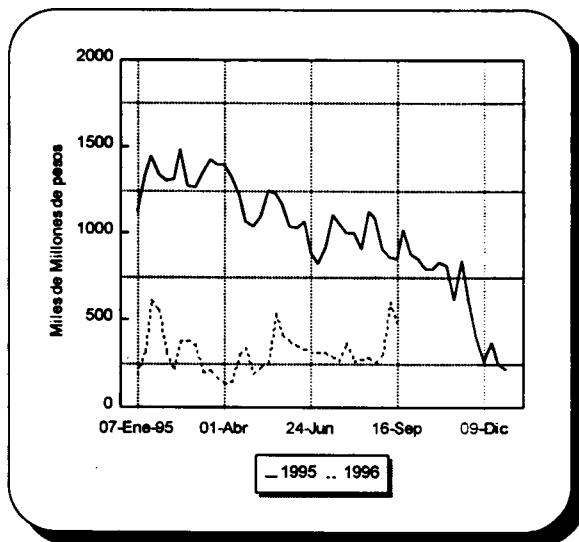
I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 14 de septiembre, la base monetaria registró un incremento semanal de \$153.000 millones; esa expansión obedeció al vencimiento neto de Operaciones de Mercado Abierto por \$136.000 millones y a la acumulación de reservas internacionales por un monto de \$55.000 millones.

Gráfico 1

Saldo de las Operaciones de mercado abierto



Fuente: Banco de la República

Por su parte, M1 sigue creciendo anualmente a tasas que están por debajo de su registro histórico; para la semana en cuestión, este indicador creció en términos anuales un 10,9%, es decir, 0,41 puntos menos que en igual fecha de 1995.

En la tabla 1 se puede apreciar que las condiciones monetarias por el lado de la oferta no han mejorado substancialmente con respecto a las que se que observaban hace un año, por el contrario, han tendido a empeorarse; a pesar de esto, la tasa de interés a 90 días se ha reducido en cerca

de 3 puntos, lo que indica que el mercado monetario se ha ajustado por el lado de la demanda de crédito.

Tabla 1

Crecimiento anual de los principales agregados monetarios.

	Sept 16-1995	Sept 14-1996	Diferencia
M1	11.32	10.91	-0.41
M2	32.56	15.24	-17.32
M3	32.21	15.69	-16.52

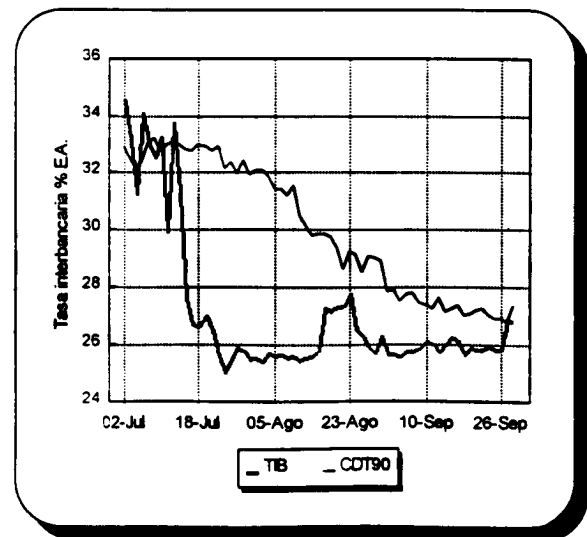
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

B. Tasas de interés

Durante septiembre la tasa interbancaria se mantuvo estable alrededor del 26% E.A, registrando un coeficiente de variación de apenas 1,3%. La estabilidad de la tasa a la vista está asociada con la intervención del Banco de la República en el mercado de dinero, que ha absorbido la liquidez generada por la liberación de encaje de cuentas corrientes y por la menor demanda de crédito.

Gráfico 2

Tasa interbancaria y CDT de tesorería



Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

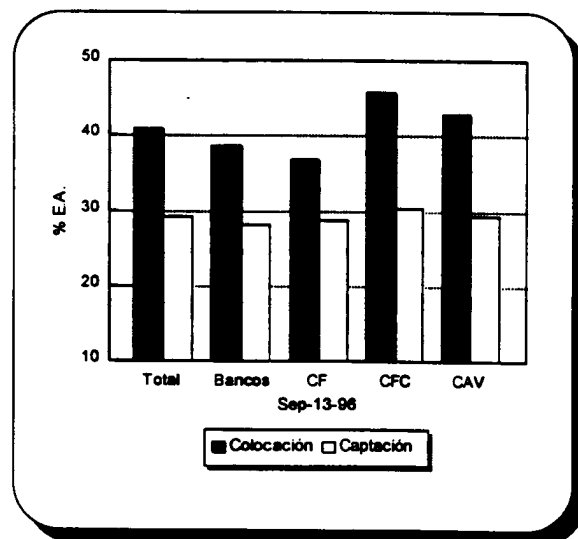
En septiembre, el Banco de la República colocó títulos de participación por un monto promedio de \$162.000 millones a una tasa que oscila entre el 25% E.A y el 27% E.A. Con este manejo de la liquidez de corto plazo, el Banco busca mantener estables las tasas de interés y por esta vía evitar los profundos desequilibrios que suelen presentarse al finalizar el año.

Entre tanto, la tasa de CDT (a 90 días) de tesorería cerró septiembre en 26,75% E.A., es decir, el nivel mas bajo de los últimos dos años. La reducción de esta tasa ha sido tan fuerte, que incluso ha llegado a ubicarse por debajo de la tasa interbancaria, contradiciendo la estructura de plazos que debe existir entre las tasas de interés.

La caída en la tasa de interés a 90 días tendrá un efecto rezagado sobre la DTF y sobre la corrección monetaria, lo que se constituye en un alivio para los deudores del sistema UPAC.

De acuerdo con la Superintendencia Bancaria, en la segunda semana de septiembre, la tasa de captación del sistema financiero presentó un nivel de 29,2% E.A., Y la de colocación un nivel de 40,8% E.A.

Gráfico 3
Tasas de captación y colocación del sistema financiero



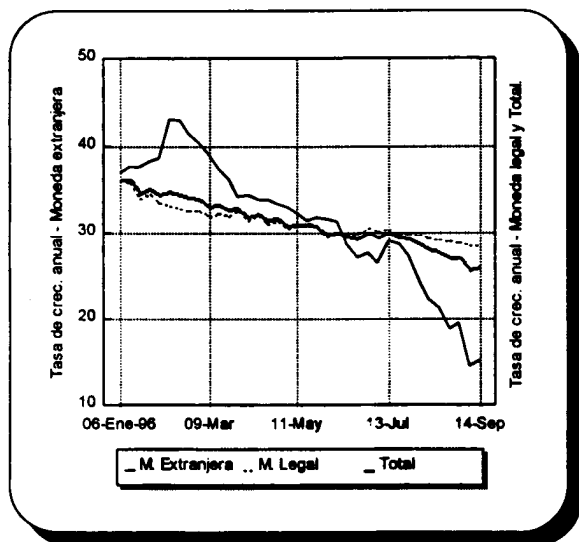
Fuente: Superintendencia Bancaria

C. Cartera de créditos

Como se mencionó anteriormente, la pérdida de dinámica en el crecimiento de la cartera de crédito se ha reflejado en menores presiones sobre el mercado monetario y por ende sobre las tasas de interés.

En la semana que terminó el 14 de septiembre, la cartera total (moneda legal + moneda extranjera) registró una tasa de crecimiento anual del 25,99%, es decir, 13 y 21 puntos inferior a la observada en igual semana de 1995 y 1994, respectivamente. De mantenerse la tendencia descendente en la dinámica del crédito, al finalizar 1996 obtendríamos una tasa de crecimiento anual que difícilmente superará el 22%.

Gráfico 4
Tasas de crecimiento anual de la cartera del sistema financiero en moneda extranjera y en moneda legal



Fuente: Banco de la República.

Según la Superintendencia Bancaria el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero para la semana que terminó el 13 de septiembre se mantuvo en 7,2%.

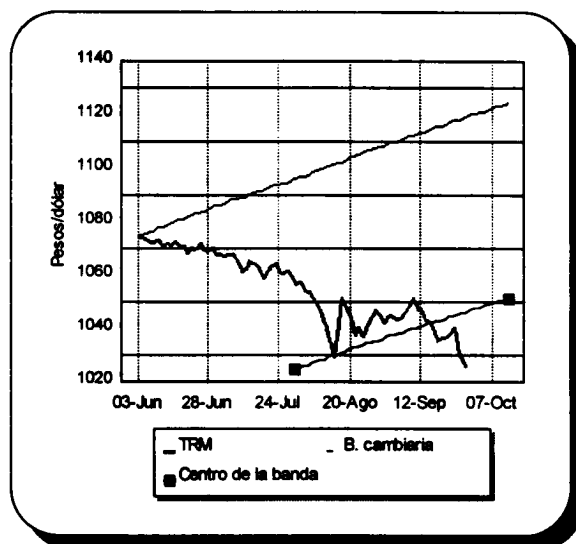
II. MERCADO CAMBIARIO

Desde el 17 de septiembre, la tasa representativa del mercado se ubicó por debajo del centro de la banda cambiaria y para finales del mismo mes (30 de septiembre) se ubicó 20 pesos por debajo de ese punto de referencia.

Todo parece indicar que el proceso de revaluación que se inició en el segundo semestre de 1996, no es transitorio; toda vez que el alto nivel de endeudamiento externo del sector público y los reintegros corrientes de petróleo y café, coincidirán con el inicio de la bonanza petrolera de Cusiana que a su vez se extenderá por unos años más, de resultar correcto el hallazgo petrolero en Cundinamarca.

De esta manera, parece que la economía Colombiana está expuesta a sufrir un proceso de revaluación de mediano plazo que resultará costoso e insostenible para la autoridad monetaria. En tal sentido, será necesario que las autoridades adopten medidas de mediano y largo plazo, que le permita al sector exportador mejorar su competitividad por una vía diferente a la de los precios relativos.

Gráfico 5
TRM y banda cambiaria



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.