

Mercado de deuda pública, política monetaria y coordinación

¿ESTA VEZ, POR FIN, UN ESTADO UNITARIO?

Uno de los principales retos de la política económica para los próximos dos años es el de conseguir una transición apacible en los instrumentos operativos de la política monetaria, de títulos de participación del Banco de la República, a Títulos de la Tesorería (TES).

El cumplimiento a cabalidad de esa tarea no es sencillo ni de poca monta: no sólo porque deben realizarse ajustes importantes en materia tecnológica, relacionados con los sistemas de compensación, liquidación y transacción sino, fundamentalmente, porque son muchos los cambios que, en la práctica, deben experimentar el mercado de dinero y de títulos de deuda, y la operación misma de la política monetaria.

El cumplimiento de ese objetivo requiere de un compromiso coordinado entre la Junta Directiva del Banco de la República, el Ministerio de Hacienda, en sus diferentes instancias, y las entidades financieras. Esa coordinación supone una voluntad común para superar los problemas de profundidad y liquidez del mercado y para evitar que señales encontradas de una u otra parte, vulneren la credibilidad en torno al desarrollo de un mercado de TES propicio para el ejercicio de la política monetaria.

Cada uno por su lado

Durante los últimos meses, la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda ha dado pasos importantes para favorecer la creación de un mercado de deuda pública en Colombia. El cumplimiento de ese objetivo resulta de la mayor importancia no sólo para la programación financiera del gobierno, sino también para el Banco de la República, porque de la viabilidad, profundidad y liquidez de ese mercado dependerá la eficaz operación

de la política monetaria mediante títulos del gobierno. Además, obviamente, allí puede haber una fuente interesante de ingresos para las entidades financieras, en este bravo nuevo mundo que se vive en el sector.

Desafortunadamente, la experiencia reciente evidencia un gran problema de coordinación, que ya llega a mostrar la imagen de gobiernos paralelos funcionando cada uno por su lado. La parálisis del mercado, ocasionada por las normas recientes en materia de retención en la fuente sobre rendimientos financieros de los títulos de renta fija, hizo necesario el aplazamiento -que esta Asociación solicitó- de la fecha para la presentación de los aspirantes a hacedores del mercado. Para la muestra, un botón.

Además, los diversos problemas del mercado, como “la preferencia por papeles de corto plazo, la alta volatilidad en las tasas de interés, la ausencia de una curva de rendimientos, la baja oferta de papeles, la carencia de adecuados sistemas de información y transacciones, la falta de homogeneidad y estandarización en los papeles, la carencia de un régimen para inversiones permanentes dentro de la Resolución 200”¹, complican gravemente el desarrollo del mercado de deuda pública.

En buena parte, el origen de los diversos problemas identificados en este diagnóstico se encuentra en la expedición de un marco regulatorio ajeno a las características ciertas de nuestro mercado. Como resultado de ello, no sólo se genera gran incertidumbre sino que se disminuye gravemente la eficiencia de la regulación y de la operación misma del sistema financiero. La expedición de normas se ha convertido en un ejercicio de prueba y error, con el agravante de que la solución de los problemas que allí se originan toma demasiado tiempo y un altísimo costo de oportunidad.

En estas condiciones es necesario que, además del establecimiento de reglas y de la negociación concreta para que las entidades

¹ Seminario Sobre Mercado de Deuda Pública y Colocadores Primarios. “El esquema Colombiano” Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Septiembre de 1996

financieras se presenten como aspirantes a hacedores de mercado, las diversas autoridades de regulación y control enfrenten decidida, oportuna y coordinadamente, contando con las entidades del sector financiero, la tarea de superar las deficiencias del mercado.

La política monetaria y el mercado

El cambio de los instrumentos operativos de la política monetaria hacia TES, y la viabilidad de los *hacedores de mercado* de deuda pública, requieren de un mayor control, por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, de los mecanismos de transmisión de la política monetaria o, lo que es lo mismo, de que su forma de intervención en el mercado sea mediante señales y no mediante la fijación de precios.

Las autoridades monetarias no han podido superar el problema de la eficiencia de la política monetaria, que resultó de la pérdida de relevancia de los principales agregados monetarios en relación con el efecto que su volumen puede tener sobre la inflación². Además, en contravía con la experiencia internacional, la política monetaria en Colombia no ha dado un paso decidido hacia la preferencia de mecanismos indirectos (señales) frente a los instrumentos directos de intervención.

Este hecho se hace evidente en las actuales circunstancias. El sobreajuste de la demanda de crédito ha hecho que las tasas de intervención en el mercado a la vista (para colocación de títulos de participación a corto plazo y para la realización de operaciones repo), y para los instrumentos a mayor plazo (rentabilidad de los títulos de participación colocados a más de 15 días) se conviertan en “las tasas del mercado”, y no en una señal dentro de un mercado dinámico.

En estas circunstancias, no es claro el campo de acción para los diversos agentes del mercado, y mucho menos para los *hacedores de mercado*. A nivel internacional, éstos negocian títulos para darle liquidez a las ofertas y demandas del público (negociabilidad); estabilizan los precios, facilitan su

² Sin embargo, durante los últimos tres años, la Junta Directiva del Banco de la República ha insistido en el mantenimiento de una tendencia descendente de los principales agregados monetarios.

determinación (se asimilan a la figura del subastador), toman posición propia y en el caso de Estados Unidos son elementos esenciales para el funcionamiento del mercado OTC. Además, manejan normalmente un portafolio desbalanceado al asumir posiciones largas y cortas. Es una tarea de alta responsabilidad.

De nuevo, en este caso también es necesario que se perfeccione el ejercicio de la política monetaria, de tal manera que ésta reconozca y conviva con el mercado y no intente sustituirlo.

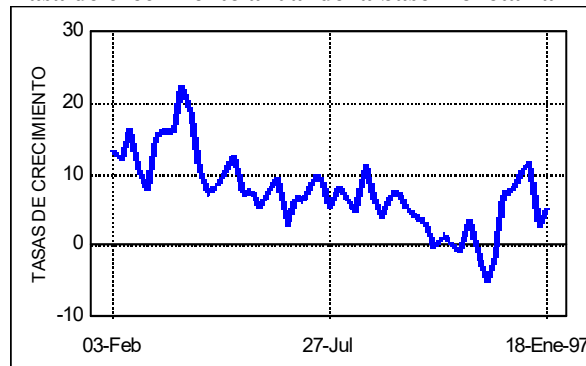
I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 17 de enero, la tasa de crecimiento anual de la base monetaria alcanzó un registro de 5.44%. La desaceleración en dicho crecimiento durante las últimas dos semanas, se debe al control monetario ejercido por el emisor a través de las OMA, ante la monetización inesperada de divisas (Gráfico 1).

Gráfico 1

Tasa de crecimiento anual de la base monetaria

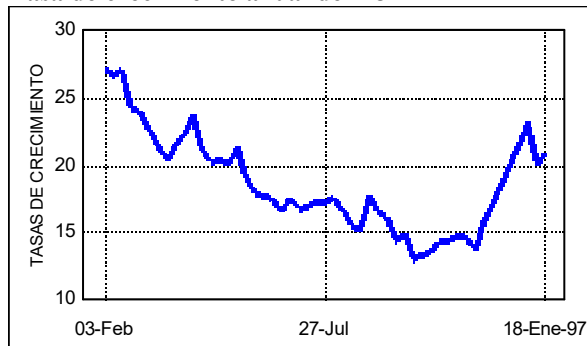


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Durante la misma semana, la tasa de crecimiento anual del agregado monetario M3, tuvo una leve recuperación respecto a la fuerte caída de la semana anterior, obteniendo un registro de 20.99%. De todas maneras, el crecimiento de M3 se ha mantenido desde mediados octubre de 1996 en una senda ascendente (Gráfico 2).

Gráfico 2

Tasa de crecimiento anual de M3

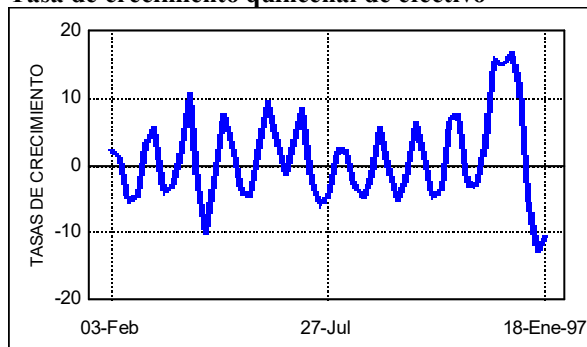


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

En las últimas dos semanas la tasa de crecimiento quincenal del efectivo ha obtenido los registros más bajos de los últimos doce meses, alcanzando a 17 de enero un registro de -10.33%. Dicho comportamiento se explica por las restricciones de liquidez impuestas por el emisor a través de las OMA, como elemento de control de la expansión monetaria (Gráfico 3).

Gráfico 3

Tasa de crecimiento quincenal de efectivo



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

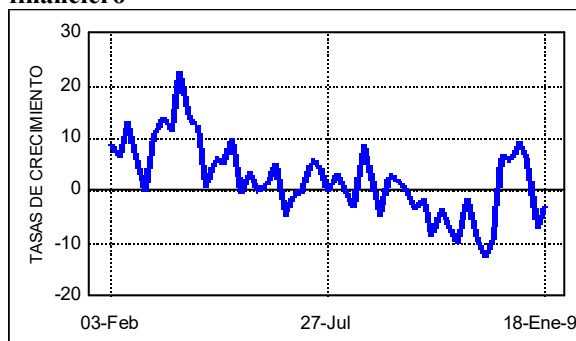
La tasa de crecimiento anual de reservas del sistema financiero, obtuvo un registro de -2.79%; el crecimiento negativo de las últimas semanas, se explica por la caída de los depósitos en cuentas corrientes del sistema financiero en el Banco de la República (Gráfico 4).

La relación OMA / base monetaria alcanzó durante la semana que concluyó el 17 de enero, el registro más alto desde principios de octubre de 1994. Lo anterior se explica por el fuerte incremento en el

saldo de las OMA, que se viene presentando desde la última semana de diciembre de 1996. Lo anterior se debe a la necesidad del emisor de controlar la expansión monetaria, como consecuencia de la monetización de divisas, para mantener la meta de inflación (Gráfico 5).

Gráfico 4

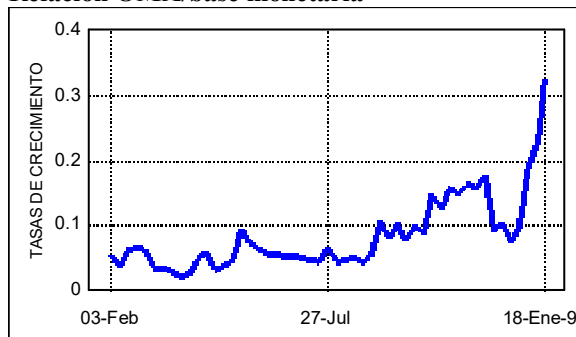
Tasa de crecimiento anual de reservas del sistema financiero



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 5

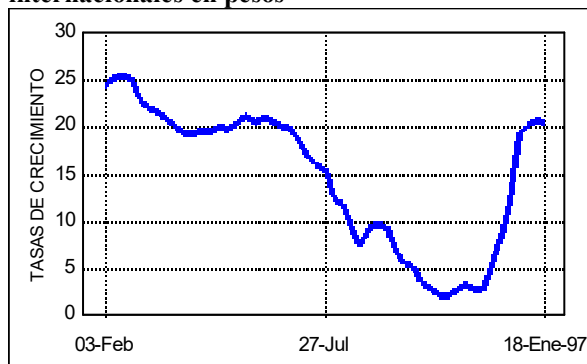
Relación OMA/base monetaria



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Desde mediados de diciembre se ha venido presentando una aceleración en el ritmo de crecimiento de las reservas internacionales; durante la semana que terminó el 17 de enero, dicha tasa alcanzó el registro más alto (20.32%) desde mediados de junio de 1996. El actual comportamiento de las reservas internacionales, se explica principalmente por la monetización de alrededor de 800 millones de dólares por concepto de privatizaciones, y de recursos por casi 400 millones de dólares provenientes de la Tesorería General de la Nación y Ecopetrol (Gráfico 6).

Gráfico 6
Tasa de crecimiento anual de las reservas internacionales en pesos



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

B. Tasas de Interés

En la semana del 27 al 31 de enero, la tasa de interés interbancaria promedio presentó un registro de 23.36% E.A., es decir prácticamente se situó en el mismo nivel de la semana anterior (0.01 puntos porcentuales por debajo).

La tasa de los CDT a 90 días registró un promedio semanal de 25.34% E.A., es decir que estuvo 0.25 puntos porcentuales por debajo del promedio de la semana anterior (cuadro 1).

Cuadro 1
Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días

	TASA INTERBANCARIA % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
27-Ene	23.38	25.68
28-Ene	23.36	25.05
29-Ene	23.36	25.45
30-Ene	23.36	25.30
31-Ene	23.36	25.23

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

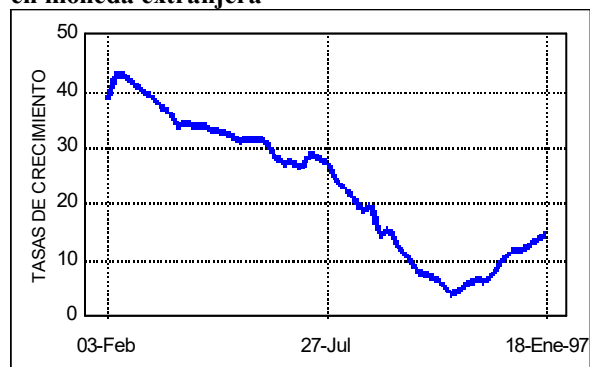
C. Cartera de Créditos

La tasa de crecimiento de la cartera de créditos en moneda legal ha tenido una senda decreciente durante los últimos doce meses; en la semana del 18 de enero, alcanzó un registro de 24.42%, el segundo más bajo desde 1994 (superado solamente por el de la semana anterior).

De otra parte, la tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera, continuó

con su proceso de recuperación, alcanzando un registro de 14.66%, el más alto desde mediados de septiembre de 1996. Todo parece indicar, que los incentivos para el endeudamiento externo continúan siendo atractivos luego de las medidas de emergencia económica (Gráfico 7).

Gráfico 7
Tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera

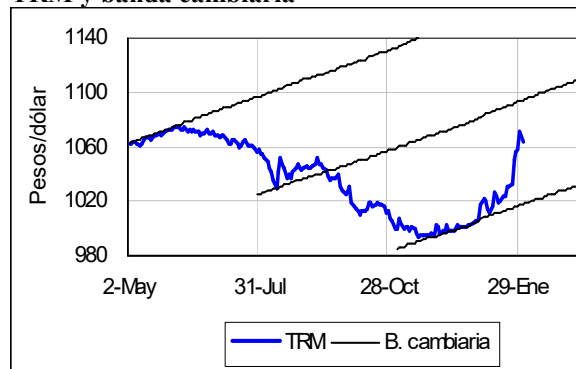


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa representativa del mercado cerró el 31 de enero en \$1064 por dólar, es decir alrededor de treinta y un pesos por encima del cierre del viernes de la semana anterior. Este proceso devaluacionista se debe a las medidas de emergencia económica y la incertidumbre que estas han generado en el mercado (Gráfico 8).

Gráfico 8
TRM y banda cambiaria



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria