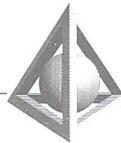


IV Congreso Nacional
de Tesorería



Crisis internacional,
mercados financieros
y política económica



ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA

Crisis internacional, mercados financieros y política económica

Santa Fe de Bogotá, D.C., Colombia
Diciembre de 1999

**ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA, ASOBANCARIA**

Presidente

Jorge Humberto Botero

Vicepresidente

Germán Camacho Alvarez

Director

Hernán Avendaño Cruz

Asesora de Comunicaciones

María Constanza Mejía Meneses

© Asobancaria

ISBN 958-9040-62-4

Venta al público \$45.000

Editor

Alexander Campos Osorio

Asociación Bancaria y de Entidades
Financieras de Colombia, Asobancaria

Cra. 9ª N° 74-08 Piso 9º Tel. 2496411 Ext. 440

Faxes 2119915 - 2175594

1ª edición

400 ejemplares

386 páginas

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro
ni su transmisión en ninguna forma o por cualquier medio,
ya sea electrónico, por fotocopia, por registro u otros medios,
sin el permiso previo y por escrito del editor.

CONTENIDO

Presentación	7
Sesión de instalación	
<i>Patricia Mora</i>	11
Economía en el mediano plazo: ¿reactivación o crisis?	
<i>Juan José Echavarría</i>	19
Crisis financiera y mercados emergentes	
<i>Yianos Kontopoulos</i>	51 ⁴
El Banco de la República y la situación económica: algunas reflexiones	
<i>Roberto Junguito Bonnet</i>	71
Comentarios	
<i>Hernando José Gómez</i>	83
El euro y el desarrollo de los mercados financieros	
<i>Felipe Illanes</i>	93
De las mejores prácticas en los mercados de valores	
<i>Jorge Hernán Jaramillo Ossa</i>	111
Derivados peso/dólar en el exterior	
<i>José Luis Yépez</i>	147

Sistemas de pagos y compensación <i>Fernando Copete Saldarriaga</i>	161
Finanzas públicas en 1999: déficit estructural, deuda territorial y financiación del déficit <i>Alberto Calderón Zuleta</i>	185
Curva de rendimientos <i>Germán Salazar</i>	211
Mercado de deuda pública en coyunturas de crisis: el caso español <i>Eduardo Agustín</i>	243
Manejo de las tesorerías en situaciones de crisis: el caso de Argentina <i>José Oscar Fernández</i>	269
Las tesorerías en tiempos de crisis: el caso de Brasil <i>José Flavio Ramos</i>	287
Análisis de riesgo y crisis financiera <i>Fernando del Olmo</i>	303
Impuestos a las transacciones monetarias, alteraciones a los mercados <i>Martha Lucía Moreno</i>	339
Impacto económico y financiero del impuesto a las transacciones financieras <i>Javier Fernández Riva</i>	353
El impuesto a las transacciones financieras y su incidencia en los mercados monetario y cambiario <i>Gerardo Hernández Correa</i>	365

PRESENTACIÓN

Sin duda alguna 1998 fue uno de los años más complejos que haya vivido el país en materia económica en su historia reciente. La crisis financiera internacional, cuyos efectos se desestimaron al comienzo, trajo consigo enormes dificultades para el manejo económico y del sector financiero. Por su parte, los frecuentes ataques especulativos contra la moneda desembocaron en una restricción de la liquidez primaria de la economía y en un disparo de las tasas de interés a niveles sin precedentes.

La profundización de la recesión económica, junto con un entorno cambiario y financiero inestable, caracterizó el ambiente en el cual las tesorerías debieron desenvolverse. En coyunturas como las descritas cobra gran vigencia el manejo de los riesgos. Por esa razón, el IV Congreso Nacional de Tesorería tuvo como tema central de las conferencias la crisis financiera internacional, sus riesgos y las implicaciones para la economía colombiana.

Entre otros aspectos, en el presente libro se describen en forma detallada las experiencias de las tesorerías de países como Brasil y Argentina en momentos de crisis; igualmente, resulta interesante examinar la visión que tienen los inversionistas internacionales sobre la economía colombiana en el nuevo entorno de inestabilidad financiera y cambiaria. Como es tradicional, las principales autoridades del sector presentan su visión sobre la política económica y las perspectivas del país en el mediano plazo.

SESIÓN DE INSTALACIÓN

Patricia Mora*

*Presidenta del Comité de Tesorería
de Moneda Legal de la Asobancaria*

* Ingeniera industrial de la Universidad de los Andes, con posgrado en finanzas de la misma universidad. Fue presidenta del Comité de Tesorería de la Asobancaria y miembro suplente de la junta directiva del Bank of America Colombia, entidad en la que se desempeñó como vicepresidenta adjunta de tesorería & market risk manager. Es actualmente business & products manager del ABN Amro Bank.

El IV Congreso Nacional de Tesorería se ha convertido, sin lugar a dudas, en uno de los foros más importantes para la discusión de los temas de interés, no sólo para las tesorerías del sector financiero sino para las del sector real, puesto que estas actividades cobran cada vez una importancia mayor, en vista de los momentos difíciles que hemos vivido últimamente.

Sin temor a equivocarme puedo decir que hemos enfrentado uno de los períodos más críticos de los mercados domésticos internacionales, que ha generado movimientos, modificaciones y oportunidades de crecimiento y de competencia. Este ambiente de cambio trae la necesidad de realizar constantemente un análisis dinámico de las variables, que permita vislumbrar una perspectiva clara a las entidades para cubrir los diferentes riesgos a los que están sujetas sus posiciones.

En este sentido los comités buscan generar un espacio de reflexión respecto de la evolución de los mercados, niveles de la economía, expectativa de tasa de interés y tipos de cambio. Esperamos que este esfuerzo que se está realizando se refleje en la diferenciación por calidad y en el buen manejo que divide a las entidades financieras, en particular a las tesorerías.

Experiencias de países como México, Brasil y Argentina han sido muy valiosas, en términos del manejo de tesorerías en situaciones de crisis. Tenemos que aprender de ellas para manejar nuestras propias tesorerías,

actuar con rapidez y diligencia en los momentos que se presentan entre la liquidez y la poca profundidad en el mercado.

Sin embargo, lo más importante es aprender a aprovechar las oportunidades que las crisis dejan a las tesorerías. Es por esta razón por la que hemos decidido que el tema central de este congreso sea la crisis financiera internacional.

Internamente, Colombia se enfrenta a un momento difícil en su historia económica reciente. A pesar de los esfuerzos hechos por el gobierno en materia fiscal, aún siguen presentándose presiones en este frente. Se han hecho evidentes los desbalances externos; se profundizó en la recesión económica y, más grave aún, se evidenció una fragilidad del sistema financiero, el cual había mostrado crecimiento, solidez y estabilidad durante los últimos quince años.

Entender las relaciones macroeconómicas que afectan al mercado resulta crucial para tomar decisiones de inversión acertadas y para hacer una buena gestión de activos y pasivos en las entidades, por lo cual abordaremos el tema macroeconómico con gran profundidad dentro de este evento. Para ello invitamos a destacados analistas de la banca internacional y a importantes funcionarios del gobierno y del Banco de la República.

En el último año hemos visto cómo los balances de las entidades financieras se deterioran, los índices de cartera vencida llegan a niveles muy altos y el sector, en general, arroja pérdidas importantes al tener que reconocer las provisiones.

En esta etapa del proceso las tesorerías tienen la obligación de velar por los intereses de los depositantes de los bancos, mitigando de manera importante los riesgos de crédito pero sin crear pánico, porque éste puede generar consecuencias adversas.

Debido a la crisis de los préstamos en el negocio tradicional de la banca, se requiere fortalecer el mercado de capitales y diseñar productos novedosos que sirvan de alternativa para financiar los nuevos proyectos y que den una respuesta a la necesidad que tienen los inversionistas calificados de encontrar otras opciones; además, dada su gran sofisticación, exige mayor preparación al sistema y a las tesorerías para mantenerse en competencia.

Todos estos productos tienen como fin mejorar nuestra eficiencia y, por tanto, disminuir los márgenes de intermediación, tal como lo requiere nuestra economía. Sin embargo, el desarrollo de estos productos exige la apertura a nuevos mercados como el euro, e internamente supone la existencia en una curva de cero riesgo, la cual surge del funcionamiento adecuado del mercado de deuda pública.

El otro reto que tenemos es asumir nuestro papel como creadores de mercado y trabajar de manera conjunta con el Ministerio de Hacienda en la búsqueda de cambios que mejoren las condiciones de transparencia y de profundidad para nuestro mercado.

El nuevo entorno deja al mercado capitales como una salida a esta difícil situación, pero no esperábamos que el impuesto al débito bancario pudiera afectar las operaciones de tesorería de manera tal que mermara los niveles de liquidez que se habían conseguido a lo largo de varios años, ni que pudiera acabar con la generación de valor que nos dejaban estas operaciones. En este sentido queremos trabajar con el gobierno en la búsqueda de fórmulas que permitan dar una continuidad a nuestra actividad, que se constituya en un motor de crecimiento, inversión y empleo.

Mantenemos también una preocupación por el efecto que pueden producir los mecanismos artificiales de protección al mercado, generados por el marco regulatorio al que estamos sometidos, desde el punto de vista de las ventajas que da la competencia y en términos del consumidor final de los servicios financieros.

Estamos enfrentados a manejar el negocio desde la perspectiva de la autorregulación; tenemos la clara necesidad de ser proactivos, con el objeto de establecer controles efectivos para nuestras entidades. No podemos quedarnos esperando a que las entidades de vigilancia y control restrinjan la administración de los riesgos a nuestras actividades, a través de un esfuerzo de regulación que resulta muy costoso para las entidades.

Quiero agradecer a los miembros de los comités de tesorería en moneda legal y moneda extranjera, quienes han trabajado de manera ardua durante este año en la búsqueda de un espacio de comunicación y reflexión frente a las entidades reguladoras, autoridades económicas y otros agentes del mer-

cado, para conseguir que las medidas que afectan nuestro entorno y nuestra actividad, sean efectivamente una herramienta para el mejor desempeño y administración de los riesgos de las tesorerías.

Esperamos, con seguridad, que este IV Congreso Nacional de Tesorería contribuya a enriquecer el debate en torno a la situación del sector y a las oportunidades que nos genera esta coyuntura.

ECONOMÍA EN EL MEDIANO PLAZO:
¿REACTIVACIÓN O CRISIS?

Juan José Echavarría*
*Director ejecutivo
de Fedesarrollo*

* Exministro plenipotenciario de Colombia en la OEA y exconsultor de la unidad de comercio en esa misma entidad. Ha sido investigador, subdirector y director de Fedesarrollo, y decano de economía de la Universidad Nacional. Ha escrito ampliamente sobre temas relacionados con el proceso de industrialización, integración económica y perspectivas macroeconómicas.

Estamos en una coyuntura complicada, provocada en parte por la crisis internacional y en parte por el pésimo manejo macroeconómico que se dio durante toda la década de los noventa. No es culpa de un gobierno en particular, o de un desgobierno muy grande en la última administración. Pese a todo, creo que podemos salir de esta situación en la que estamos hoy, especialmente si tenemos en cuenta que Colombia ha crecido durante medio siglo a tasas del 5 o 6% por año.

Poseemos un capital humano que hemos generado durante décadas y los inversores internacionales valoran la hora en que Colombia se encuentra, porque es una crisis transitoria, el precio de la deuda es favorable al país. Además, ellos también piensan que podemos salir de la recesión. Los momentos de crisis son tiempos buenos para las reformas; son tiempos que, si se aprovechan bien, permiten salir más fortalecidos.

Colombia, al igual que América Latina, comenzó un nuevo modelo de desarrollo en la crisis de los treinta que le permitió crecer al contribuyente durante 40 años, aunado a ese modelo durante los ochenta, a raíz de la crisis de la deuda para embarcarse en un conjunto de reformas que hay que continuar y profundizar, y en las cuales Colombia se ha quedado atrás.

Los economistas sabemos bien de qué depende el crecimiento económico; sabemos que se requiere invertir, que se necesita una economía abierta al comercio internacional, un gobierno pequeño en un ambiente de inflación

baja o moderada, con la vigencia de la ley y con instituciones fuertes. Esos son los elementos que permiten crecer al país. Es el momento de mirar otra vez con seriedad esos factores para tratar de adoptar las reformas del caso y para volver a crecer a la luz de ellos. Tanto el gobierno como los miembros de la junta directiva del Banco de la República se deben dedicar a lo que les compete. Hemos visto en estos días que el ministro de Hacienda habla sobre tasa de cambio, el director de Planeación se mantiene en la zona cafetera, el gerente del Banco de la República habla del déficit fiscal y todos opinan sobre cualquier tema.

Mi presentación trata sobre las proyecciones que hace Fedesarrollo para 1999 en el escenario internacional y sobre temas macroeconómicos que son más complicados y quizá más importantes, como el de las finanzas públicas y el de la política cambiaria.

Proyecciones para la economía mundial y para América Latina en producción e importaciones

Comencemos con Estados Unidos: hay un deterioro relativo desde 1997 hasta 1999. Esas cifras se pueden revisar y creo que el momento central es que la economía norteamericana de pronto se mantiene en crecimientos altos, aunque menores que en 1997.

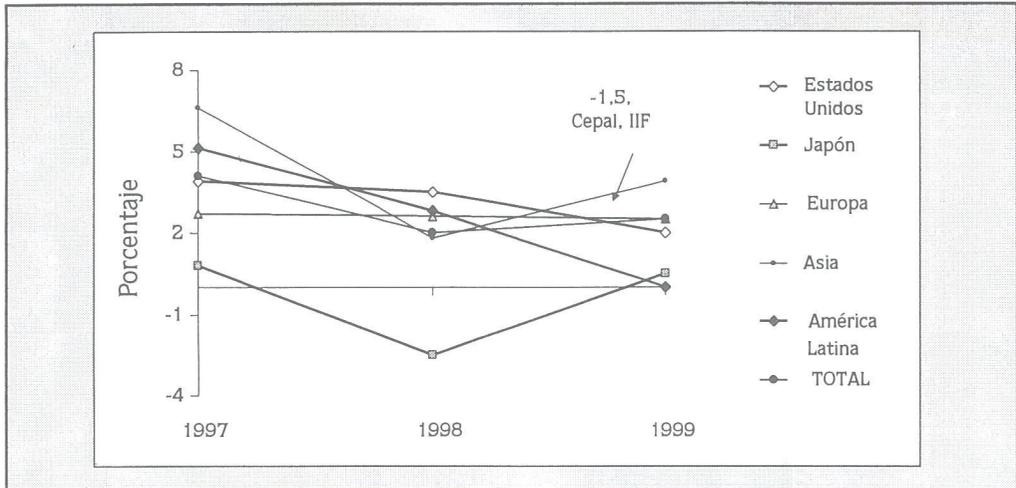
El otro elemento importante es la reactivación del Asia y la posible reactivación de Japón, pero todavía a niveles relativamente bajos.

Europa continúa con su «euroesclerosis», donde nada pasa, ni para abajo ni para arriba, como fruto de una serie de medidas institucionales tomadas en los últimos 30 o 40 años. Con esa «euroesclerosis» es muy difícil adoptar políticas y flexibilizar los mercados laborales para volver a crecer.

El nuevo elemento es América Latina, donde se observa un deterioro grande del continente. Se estiman cifras de crecimiento menores para 1999, con una caída de 1,5% para la región (gráfico 1).

El banco central de Estados Unidos estimó el crecimiento de 1998 en 3,9%, y los pronósticos para 1999 han ido variando: el de noviembre de 1998,

Gráfico 1
Crecimiento de la economía mundial (PIB)



Fuente: IMF World Outlook.

hecho por 34 economistas líderes, es de 2,1% y ahora se habla de 3%. La economía norteamericana continúa creciendo rápidamente, pero menos que en 1998 (gráfico 2).

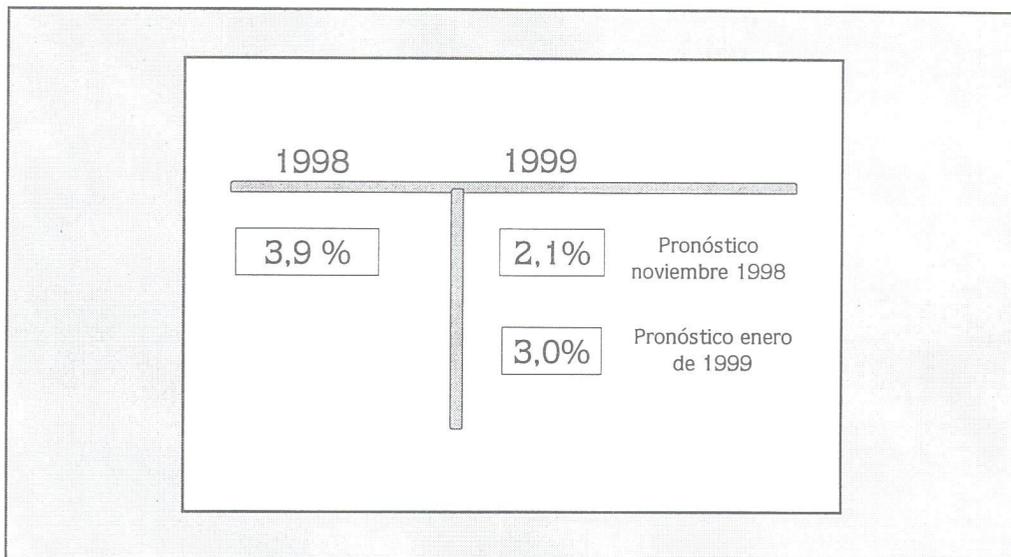
En América Latina lo que existe es un desastre; para Brasil hay una caída del 5%, y para Venezuela del 2%. En los dos países se probó una recuperación. También se presenta una caída grande para Argentina y Brasil en las importaciones y, en general, un deterioro en todos los países en este renglón (gráficos 3 y 4).

Para café, petróleo y carbón se esperan precios relativamente estancados y malos.

En síntesis, podemos destacar lo siguiente:

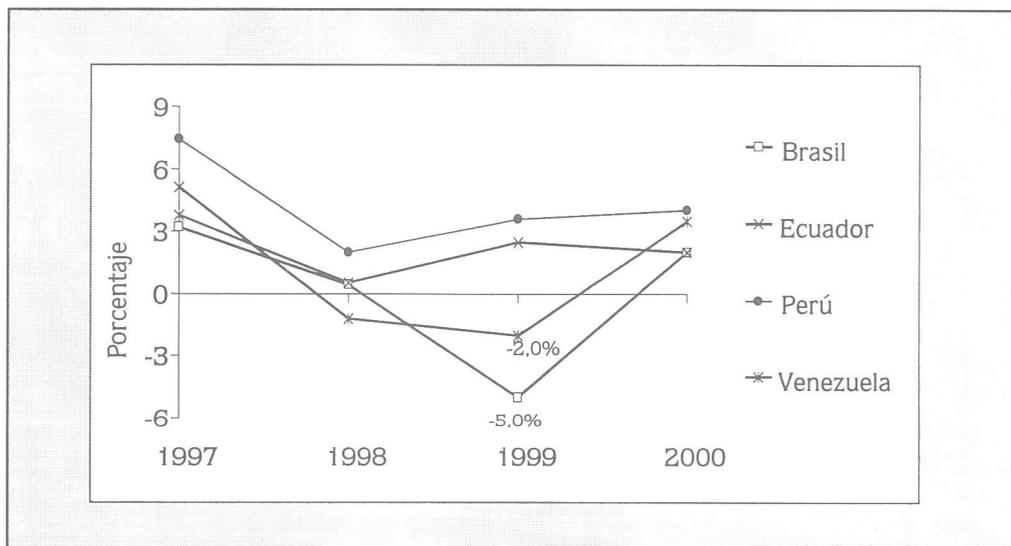
- La economía mundial va mal. Sin embargo, Estados Unidos continúa creciendo rápidamente.
- Hay un deterioro grande en Brasil y Venezuela con una posible recuperación en el año 2000 y precios con tendencia a la baja.

Gráfico 2
Pronósticos para Estados Unidos



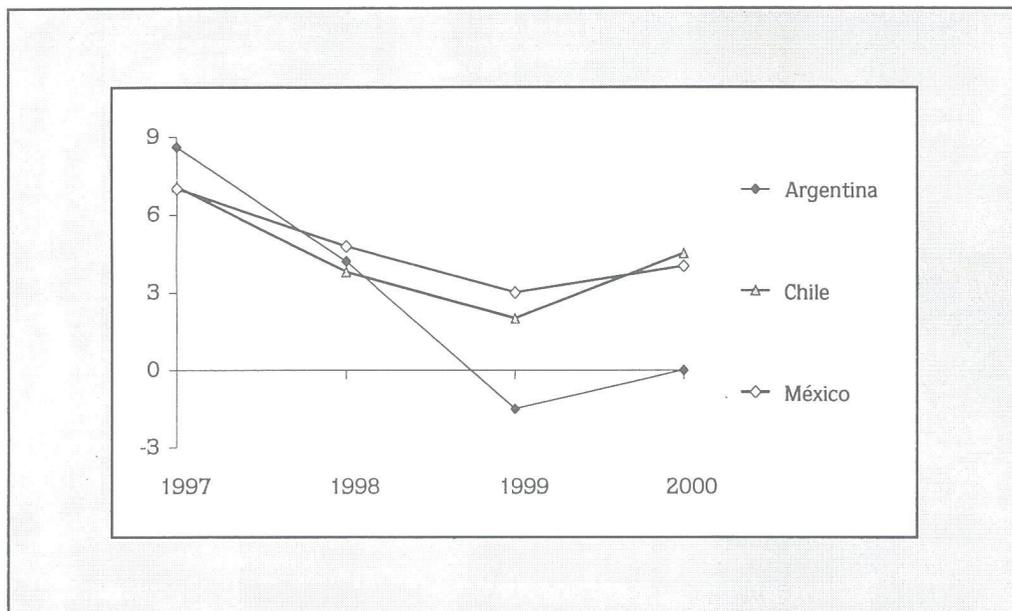
Fuente: panel de pronósticos 34 economistas líderes, *Wall Street Journal*.

Gráfico 3
Crecimiento del PIB en América Latina, 1997-2000



Fuente: Deutsche Bank y FMI.

Gráfico 4
Crecimiento del PIB en América Latina, 1997-2000



Fuente: Deutsche Bank y FMI.

- No se ve una gran dinámica que provenga del mercado mundial, pero tampoco la situación es terrible, sobre todo por la dinámica norteamericana.

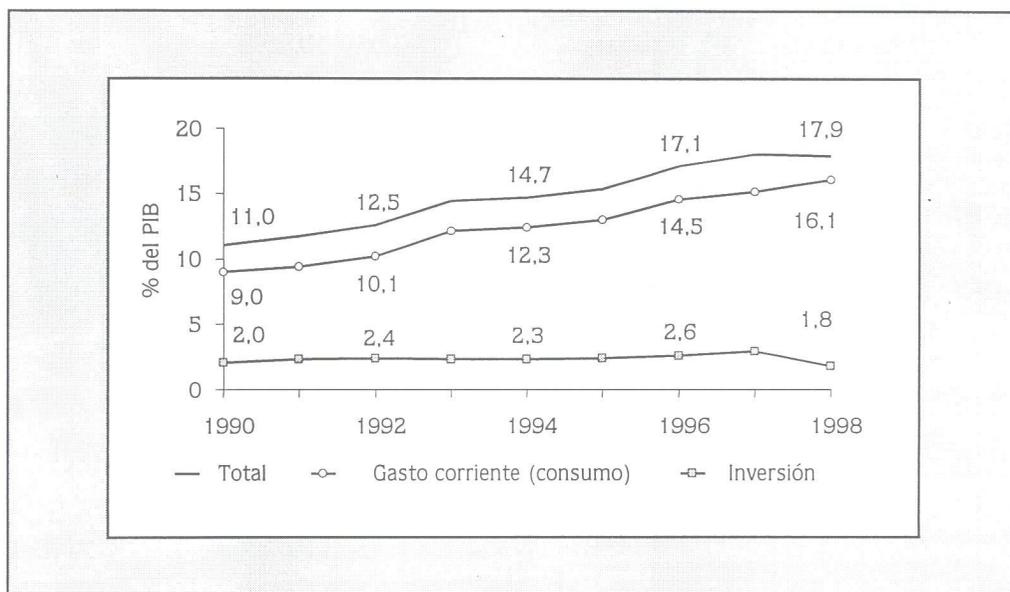
A diferencia del tema cambiario, los economistas del país creen que fue un gran error macroeconómico lo que se hizo durante los noventa porque se permitió que se disparara el gasto fiscal en todas sus variantes. Uno de los elementos del crecimiento –el del gobierno pequeño y eficiente– no se da en Colombia; más aún, lo que hay es un gobierno cada vez más grande y cada vez más ineficiente.

El gasto del gobierno central se divide en gasto corriente y en inversión. Lo importante es que el primero ha pasado de representar el 9 al 16% del PIB en los noventa, es decir, siete puntos que es un cambio gigantesco. Por su parte los gastos de inversión se mantienen constantes y se aprecia una caída en 1998 (gráfico 5).

Gráfico 5

Operaciones del gobierno central, 1990-1998

Gasto de consumo vs. inversión



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Hay cuatro observaciones importantes:

1. A la luz de los mensajes sobre crecimiento económico no hay que dejar caer el gasto del gobierno y reducir drásticamente sus gastos improductivos.
2. Los gastos de inversión eran muy pequeños y no había mucho de dónde cortar en esta división del gasto corriente: desde transferencias e intereses que se disparan desde 1995 y gastos de funcionamiento que son básicamente nulos.
3. Si la Constitución de 1991 quiere descentralizar al país, lo que realmente está ordenando es que por cada peso transferido del gobierno central a las regiones deje de pagar empleados para hacer esas funciones. Debería haber una norma en la Constitución mediante la cual se pudiera descentralizar. Eso significa que el gobierno central cobre impuestos y

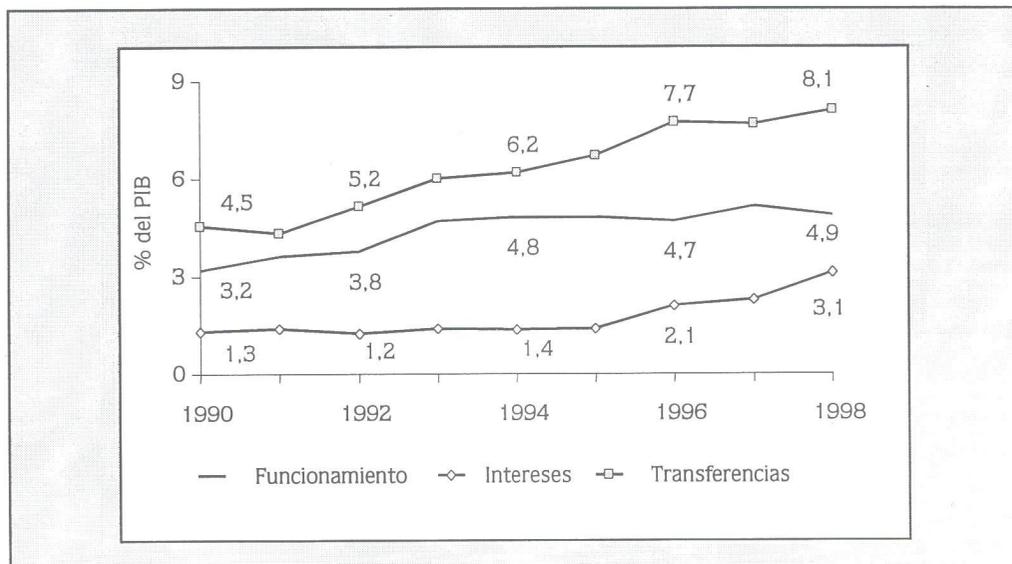
se los dé a las regiones para que hagan lo que consideren necesario; pero por cada peso transferido el gobierno deja de gastar un peso.

4. El gobierno central les da todos los recursos a las regiones, desde el 4 hasta el 8% del PIB; los pagos de intereses se disparan, y los gastos de funcionamiento en vez de reducirse han crecido a través del tiempo (gráfico 6).

El gasto social se define como gasto en educación, salud, seguridad social y vivienda. De 1990 a 1995 el país aumentó mucho los gastos en capital social, pero desde 1994 esto ya no sucede. El Estado se expandió en lo que no debía, pues no invirtió en capital ni en recurso humano; puede que el crecimiento en recurso humano sea simplemente salarios para los maestros, pero es que desde 1994 ni siquiera se gasta en los sectores prioritarios (gráfico 7).

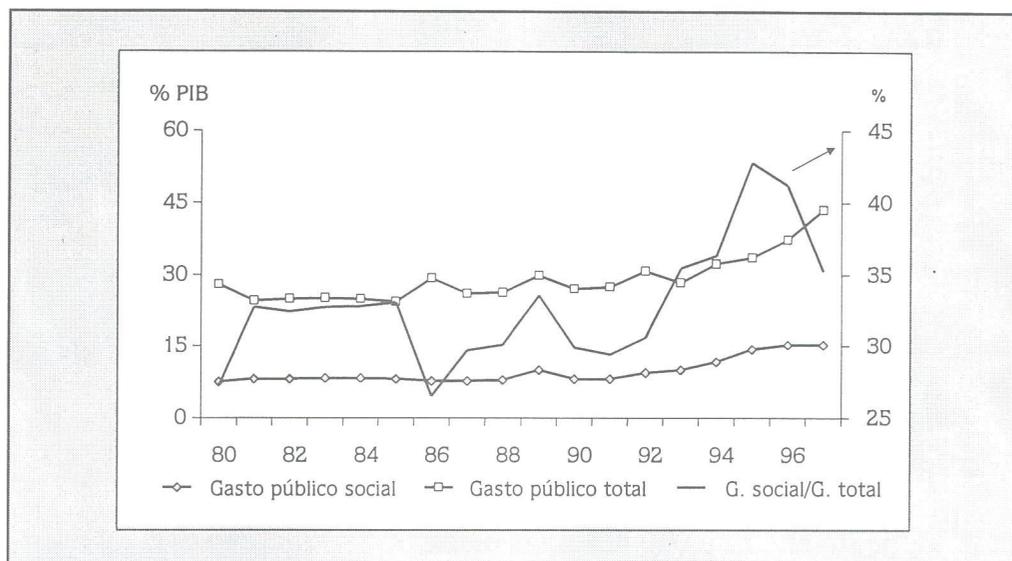
En materia de finanzas públicas se sabe con claridad qué hay que hacer y por qué. El Estado no debería crecer desordenadamente. Hoy se están re-

Gráfico 6
Pagos corrientes del gobierno central



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico 7
Gasto público social vs. total



Fuente: DNP.

cortando los gastos de inversión pero no los de funcionamiento, pues los economistas no hablan de gasto sino de inversión. Cerca del 80% de los gastos que hace el gobierno son inversiones. Esto significa que el Estado creció en los sectores equivocados y se están efectuando recortes fáciles que no hay que hacer. Es como si alguien pensara comprar dos computadores, no adquiere ninguno y cree que está haciendo un ahorro.

Lo que se prevé del 2000 al 2009 es una situación de finanzas públicas bastante complicada.

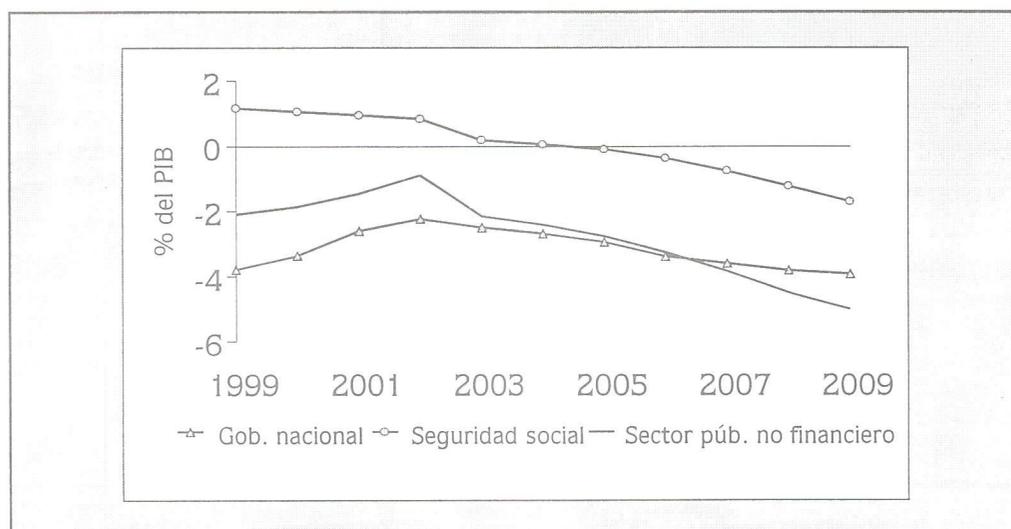
De acuerdo con un trabajo contratado por Planeación Nacional sobre la sostenibilidad fiscal de la deuda se observa que el tema de seguridad social, que hoy produce un superávit parcial, se acaba hacia el año 2003 y se deteriora paulatinamente, menoscabando, por tanto, al sector público no financiero y al gobierno nacional. Aun si se hacen recortes en este período, de todas formas con el elemento de las pensiones y la seguridad social que se nos viene encima Colombia llega con unas finanzas públicas muy deterioradas a un momento muy complicado que tiene que ver con el envejecimiento de la población y con el pago de pensiones y seguridad social.

Sobra decir que mientras más malas condiciones tenga el país mayores serán las tasas de interés, habrá menos crecimiento económico y aumentará la deuda en el mercado internacional. En algún momento se notará que las finanzas públicas colombianas están complicadas y dejarán de prestarle al país, o si le prestan será a tasas mucho más altas (gráfico 8).

En el tema cambiario el gobierno se ha expandido enormemente en lo que no corresponde, sin elevar la calidad de los servicios. Pero, además, los recortes que está haciendo no son los más apropiados, a la luz de un proceso de crecimiento para Colombia. La recesión castiga el ajuste fiscal; el gobierno hizo proyecciones, por ejemplo, para 1998 y 1999, de que el déficit fiscal consolidado se iba a reducir hasta 2,1% del PIB. Fedesarrollo estima que va a quedar en 3%, que es lo que se había pronosticado, debido fundamentalmente a que la recesión ha sido más fuerte de lo que todos esperábamos reduciendo los ingresos tributarios.

A pesar de todo, Fedesarrollo es optimista al pensar que estamos en un momento coyuntural que es posible revertir, pero para eso se requiere voluntad política y mucha claridad sobre el objetivo que pretende alcanzarse.

Gráfico 8
Sostenibilidad del balance fiscal hacia el futuro



Fuente: Fainboim (1999).

El tema cambiario no es fácil; no es tan claro como el de las finanzas públicas porque hay alrededor de 32 aristas. Adicionalmente, en Fedesarrollo creemos en la necesidad de una devaluación, pero acompañada de un recorte muy grande en el déficit fiscal. Es un paquete que va unido a la compra de divisas por parte del banco central.

Se requiere una gran voluntad política y una gran coordinación entre la junta directiva del Banco de la República y el gobierno para bajar el déficit fiscal. Por eso hay mucha discusión sobre el tema de tasa de cambio. Yo voy a plantear algunos de los elementos de discusión, en una frase que resume perfectamente el debate: Las devaluaciones son como las visitas al dentista: temidas, se aplazan indefinidamente, duelen durante un tiempo y con mucha frecuencia mejoran al paciente.

Lo que nosotros proponemos es que si hay otra corrida cambiaría en el futuro, el banco no debe manejar unas tasas de interés muy altas, en una economía que está muy golpeada. Ese sería quizás el momento de plantear la discusión. Pensamos que las bandas cambiarias no son buenas y ahora lo vamos a presentar. Hay un trabajo de mayo de 1998 en el que se menciona que los países de América Latina que tenían bandas contaban con tasas de cambio sobrevaluadas y que, en cambio, eso no ocurría en Bolivia, Perú y otros países donde no existían las bandas. Nosotros pensamos que ha habido un efecto complicado del sistema de bandas sobre la tasa de cambio de los noventa, que ha permitido bajar la inflación un poco, pero que en este momento no es saludable para el país.

El sistema de bandas tiene consecuencias negativas importantes en este momento. La tasa de cambio seguirá la tendencia del mercado; las autoridades monetarias gastarán sus reservas e intervendrán en ocasiones, siempre anunciando cuándo la tasa de cambio estará lejos de sus metas, que tienen que ver con exportaciones menores, con agregados monetarios e inflación, y con crecimiento y desempleo.

Hay consenso entre los economistas: no sirve para nada devaluar si no existe un recorte fiscal importante que acompañe a la devaluación.

Fedesarrollo no habla de devaluar sino de un paquete que comienza con un recorte fiscal propio para poder devaluar en términos reales. Si no se hace así, simplemente produce más inflación.

En este momento en que se disminuyó la inflación a 15% no hay grandes beneficios de corto plazo para continuar bajándola. Los costos de usar la tasa de cambio como ancla para bajar la inflación hoy son muy altos. Fue importante hacerlo de 32 a 15% en un período, pero estamos en una tasa de inflación moderada, que no tiene grandes costos para el país, en términos de crecimiento.

Una devaluación nominal sí tiene un efecto sobre la tasa de cambio real, que es relativamente duradero –uno o dos años–, pero se insiste en que sea como parte de un paquete, porque no se trata únicamente de devaluar. Veamos:

- El impacto de la tasa de cambio real sobre la tasa de interés es significativo en el mediano plazo –vía expectativas– y va a permitir, si hay expectativas de devaluación, que continúen bajando las tasas de interés.
- El impacto de la tasa de cambio real sobre las exportaciones y sobre las importaciones es alto, significativo y opera con cierta rapidez; también lo es sobre el empleo. El impacto de las exportaciones sobre el crecimiento es algo en lo que Fedesarrollo coincide con el plan nacional del gobierno.
- El impacto de la devaluación sobre el sector financiero y real es manejable. Al respecto tenemos algunas cifras que son relativamente moderadas: el impacto de la tasa de cambio sobre los balances de las empresas, que es lo que se menciona al hablar del sector financiero.

Pensamos que las expectativas de la tasa de cambio son manejables y que no habría un disparo de la tasa de cambio como en Ecuador, si se abandonan las bandas; en parte porque el Banco de la República tiene reservas y porque las expectativas son manejables. ¿Vale la pena mantener la banda si comienzan los ataques? No, es mejor soltarlas y hasta eliminarlas cuando el banco emisor tiene reservas y hay expectativas favorables.

Este debate sobre tasa de cambio hoy es un poco extraño porque, como veremos, la tasa de cambio se ha vuelto a revaluar y no hay el gran susto con una devaluación inducida por los mercados. Los países que adoptaron bandas: Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Venezuela, tenían monedas sobrevaluadas. Esto no ha sucedido en Argentina, Perú y México donde no hay bandas.

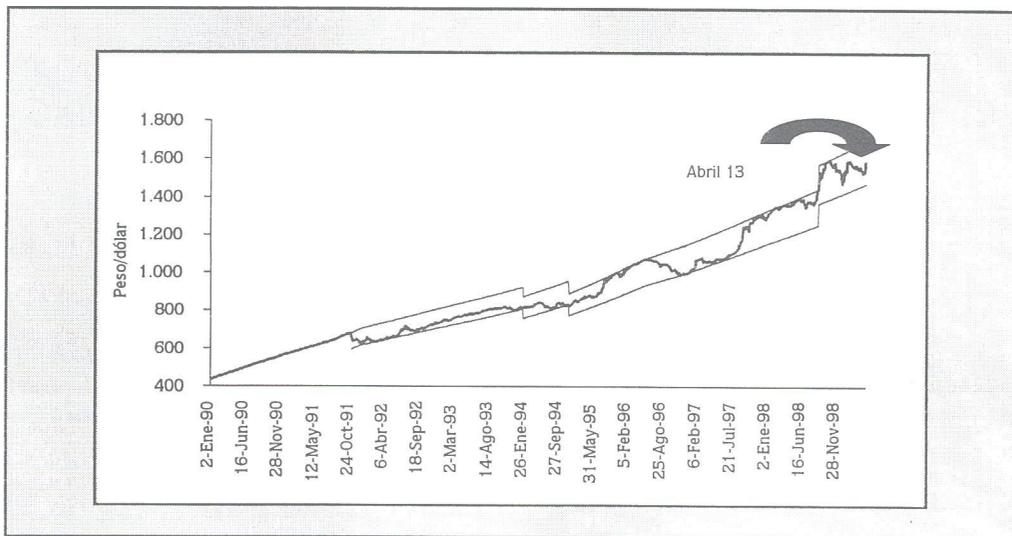
No a las bandas

En Colombia la visita promedio de la tasa al techo ha durado tres y media semanas, y en el piso, siete semanas. Es un tiempo mucho mayor que en otros países del mundo.

Por otra parte, aunque la tasa de cambio está hoy cerca de la mitad de la banda eso no significa mucho en esta gran recesión que vivimos, porque se debe fundamentalmente a una caída de importaciones de 30% y a los anuncios del gobierno de que no se pueden traer divisas al país para pagar nómina, sino para hacer reformas estructurales o invertir (gráfico 9).

Por esta razón la tasa de cambio en la mitad de la banda no tiene mucho que ver con un concepto de equilibrio que maneje ningún economista y no es muy relevante para un debate, excepto para ver qué es lo que dice el mercado hoy. Pero además la tasa de cambio ha estado pegada al techo y al piso de la banda prolongadamente porque es una tasa de cambio prefijada y anunciada por el banco central.

Gráfico 9
¿Equilibrio en la tasa de cambio?
Recesión y caída en importaciones



Fuente: Banco de la República.

Se dice que la tasa de cambio ya está en equilibrio, en comparación con 1986, año que es una mala referencia porque fue cuando se hizo la apertura. Todos sabemos que la tasa de cambio después que se hace una apertura tiene que ser más alta que antes de ella. No es en este sentido que podemos llegar a un debate serio en el tema de la tasa de cambio, de equilibrio, porque lo que se compara en 1986 no es muy relevante para el debate sobre tasa de cambio de equilibrio cuando hay apertura económica (gráfico 10).

El único concepto importante para hablar de equilibrio o desequilibrio es que Colombia tiene la cuenta corriente o balanza de pagos más descuadrada del hemisferio. Según conceptos del Deutsche Bank los pronósticos para el 2000 tampoco son muy favorables; continúan con el 5%. La predicción de Fedesarrollo es que continúa por el 6,7%. Hay una cuenta corriente muy desajustada que tiene mucho que ver con la idea de que existe un gran desequilibrio, sobre todo a la luz de las tendencias de flujos de capital (gráfico 11).

Los flujos de capital hacia el tercer mundo y América Latina crecieron 60 veces entre 1998 y 1999 mientras que hacia Africa cayeron un 30% (gráfico 12).

Gráfico 10
¿Equilibrio de tasa de cambio real?
Promedio 1994 = 100 (antes de la apertura)

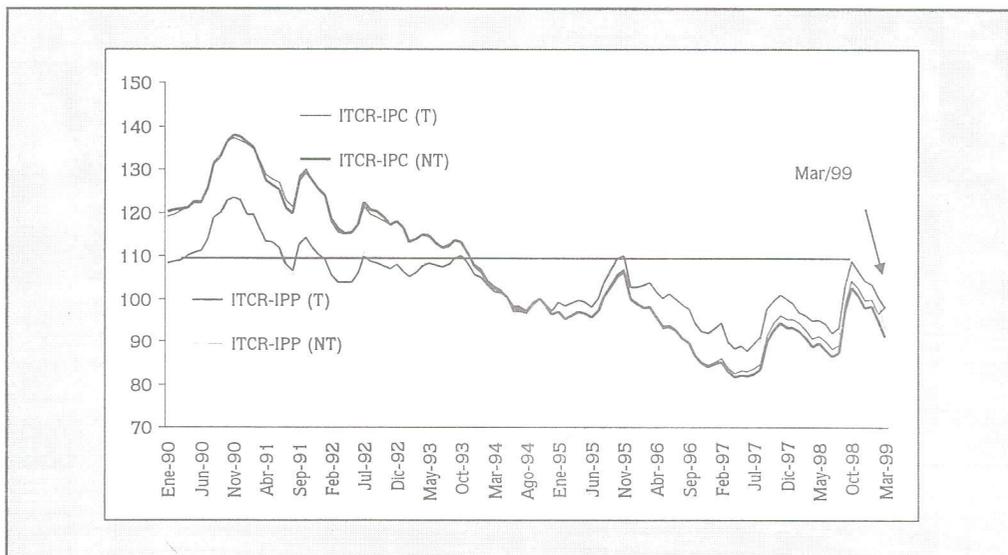
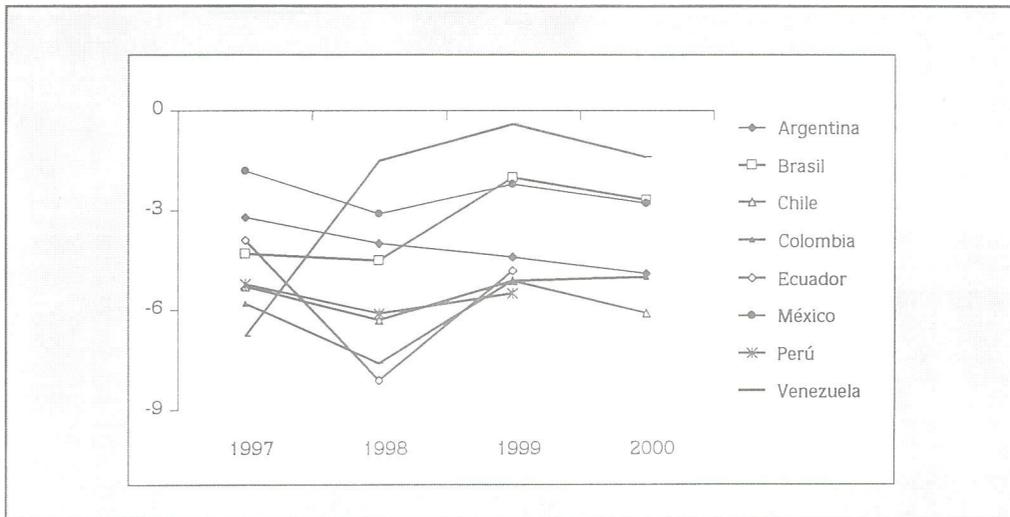
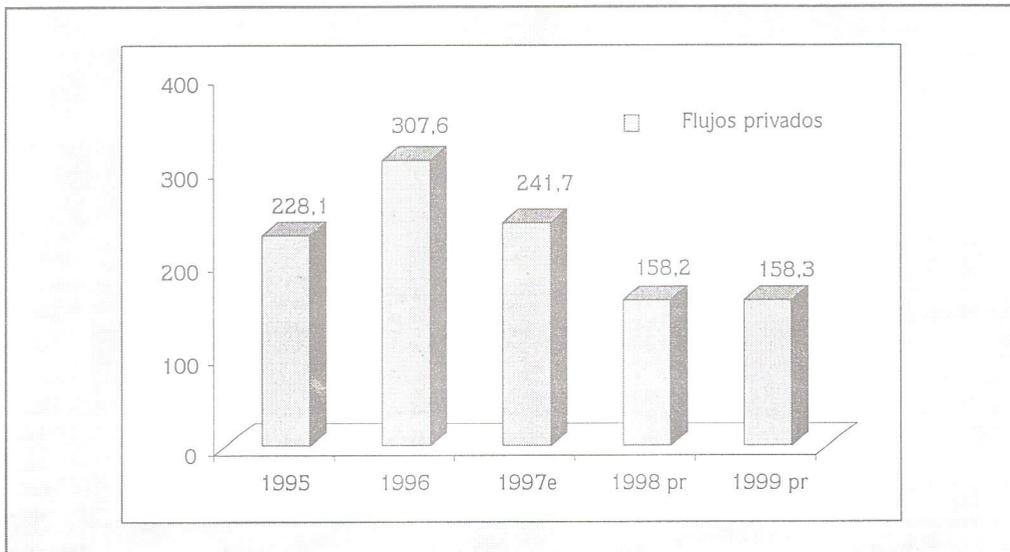


Gráfico 11
¿Desequilibrio actual?
Cuenta corriente como % del PIB



Fuente: Deutsche Bank.

Gráfico 12
La destorcida
Flujos de capital (US\$ miles de millones)



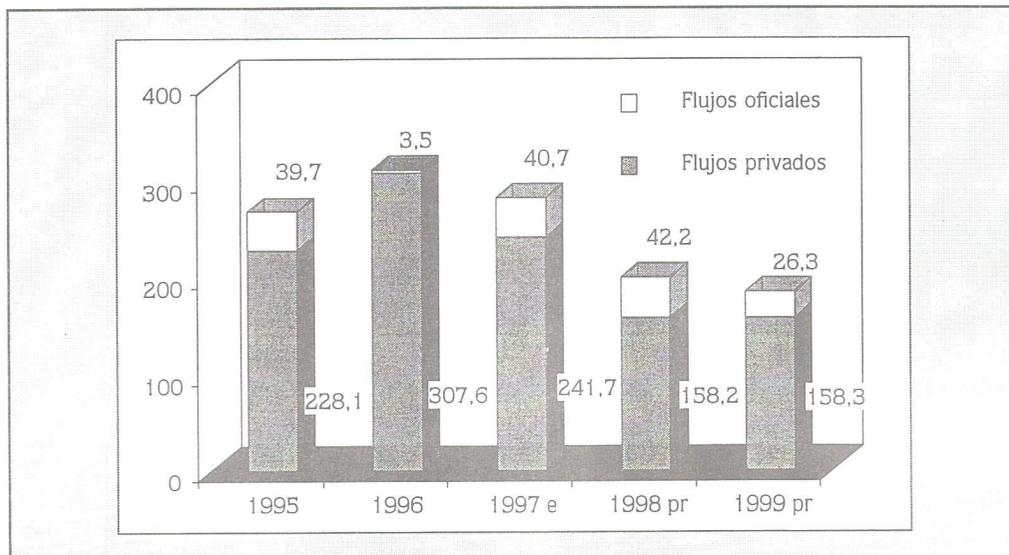
Fuente: FMI.

A partir de 1996 hubo una destorcida de los flujos de capital hacia el tercer mundo, así como también de los fondos públicos y privados, pero especialmente de estos últimos (gráfico 13).

Anteriormente se decía que América Latina era diferente del resto de países y que allí no iban a caer los flujos de capital. Después de la crisis de Brasil, que representa la mitad de la economía latinoamericana, sabemos que no estamos mejor que los demás. El *Wall Street Journal* hace unas semanas informaba que la inversión extranjera en América Latina había bajado 30% en 1999 y que la mayor caída se sentiría en Brasil.

Ese es un tema complicado, pero lo cierto es que los flujos de capital presentan grandes oscilaciones en el tiempo, sobre todo en los años ochenta, cuando salieron de la región. Por supuesto que el déficit afecta la década del noventa, pero existen flujos de capital que tienen mucho que ver con lo que está sucediendo en toda América Latina. Nuestra visión es que por lo menos en los años venideros habrá un escenario favorable para reevaluar la tasa de cambio.

Gráfico 13
La destorcida
Flujos de capital (US\$ miles de millones)



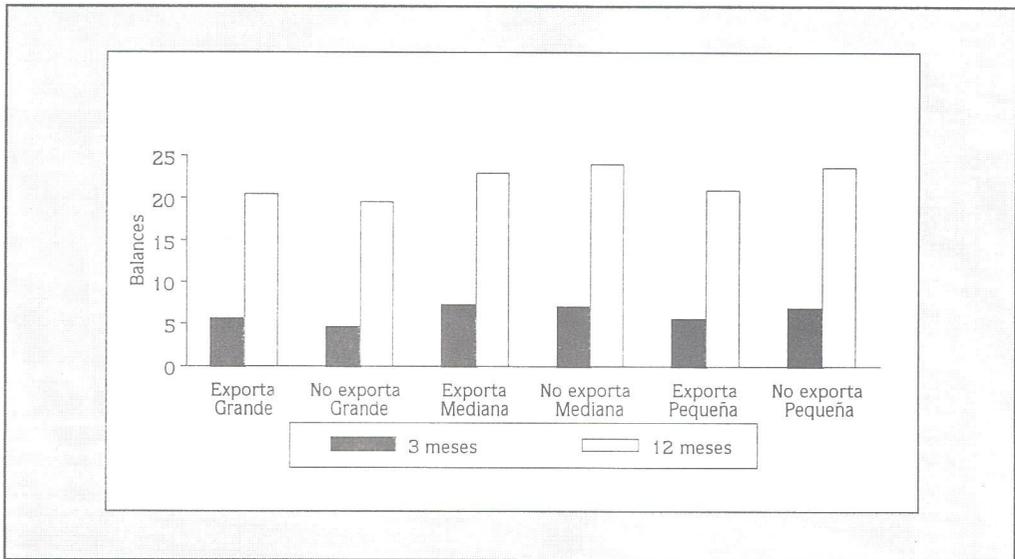
Fuente: FMI.

Si hay un manejo contraccionista del déficit, como se debe hacer para el crecimiento, se va a permitir que la tasa de cambio real se devalúe en los próximos años. Se puede ayudar un poco al proceso comprando divisas, pero es un reto muy arriesgado si no hay compromiso del gobierno al lado de la junta para reducir el déficit. Por eso hemos dicho que la junta tiene razón en dudar de una propuesta acerca de una simple devaluación.

¿Qué piensan los empresarios en materia de devaluación?

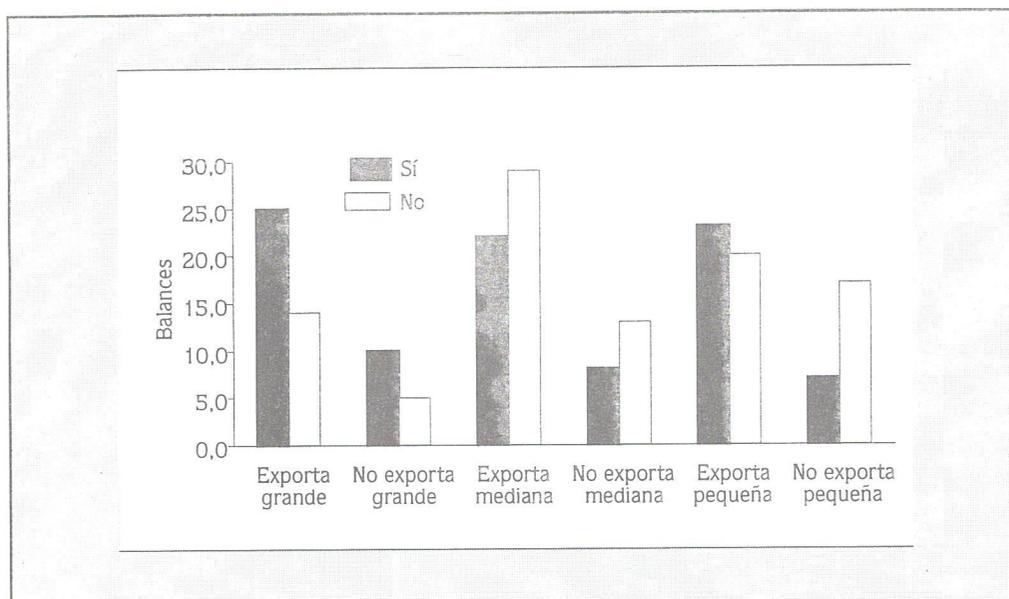
En una encuesta que hemos mostrado en otros foros la devaluación esperada para los tres meses siguientes está en el orden del 20%, más o menos la cuarta parte del total para firmas grandes, medianas y pequeñas, exportadoras y no exportadoras. En cada categoría son relativamente consistentes las expectativas, aunque no en un 100%; nada extraño ni distinto de lo normal. En lo que respecta a la banda, las grandes firmas piensan que sí se mantendrá, mientras que las pequeñas y medianas opinan lo contrario (gráficos 14 y 15).

Gráfico 14
Devaluación esperada



Fuente: Encuesta Fedesarrollo.

Gráfico 15
¿Se mantendrá la banda en los próximos seis meses?



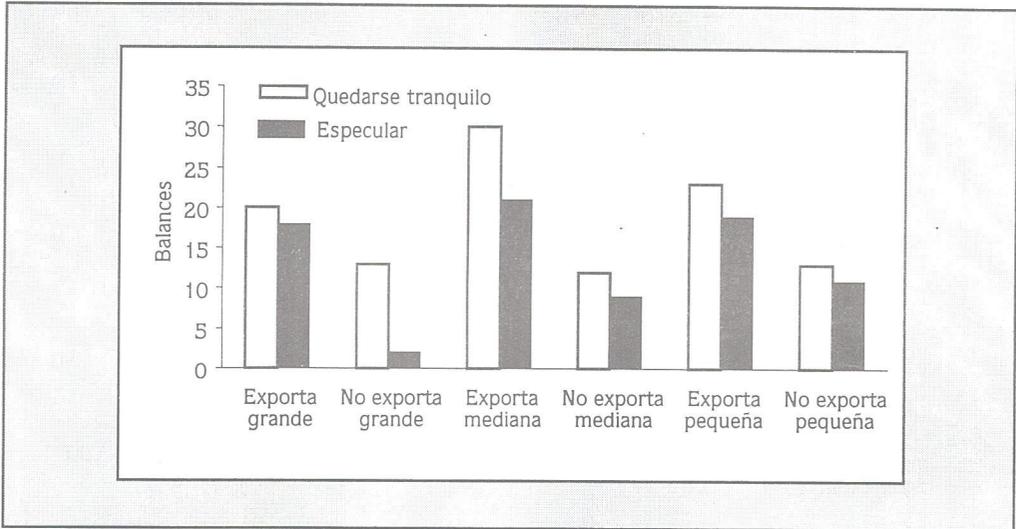
Fuente: Encuesta Fedesarrollo.

Uno de los argumentos esgrimidos para devaluar en términos reales es que sí hay presiones proteccionistas muy grandes en Colombia. Si el desempleo continúa en el 20% y si la economía no crece van a volver a cerrarla y ese es un argumento central para decir que lo primero es tratar de devaluar porque tal alternativa es mucho más sana que la protección.

La devaluación también protege al productor nacional contra las importaciones y ayuda al exportador, mientras que el arancel lo castiga porque revalúa la tasa de cambio y encarece los insumos. Además, los empresarios consideran que si se suelta la banda en el país, no va a ocurrir una catástrofe (gráfico 16).

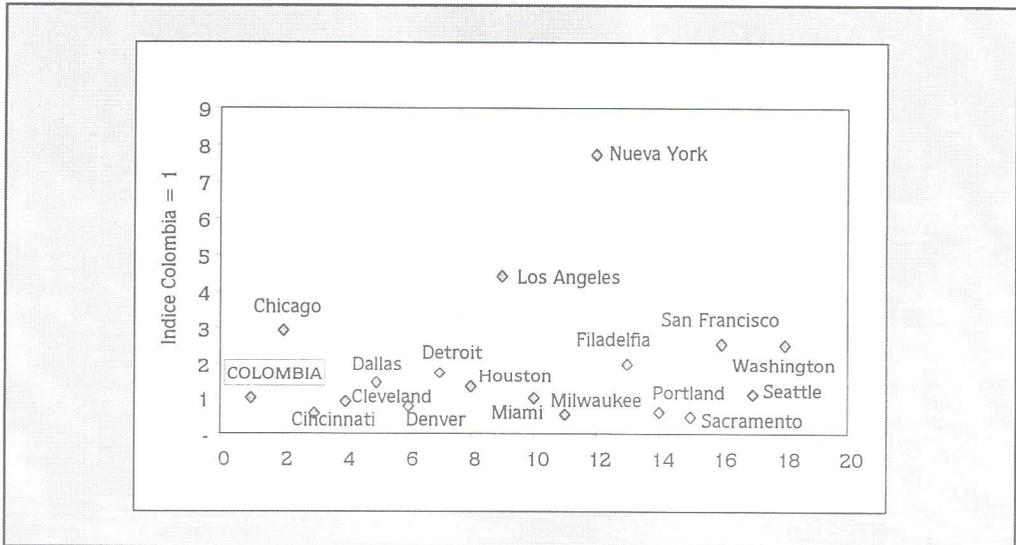
Si comparamos el tamaño de la economía colombiana con las principales ciudades de Estados Unidos, vemos que el mercado de Nueva York es ocho veces el colombiano; el de Los Ángeles, cinco; Chicago, cuatro, y hay 20 ciudades con el PIB colombiano. ¿Qué tal que cada ciudad comience a protegerse porque hay un problema de crisis coyuntural, que es lo que estamos proponiendo hoy? (gráfico 17).

Gráfico 16
Escenario hipotético.
Qué hacer si la banda se desplaza 25%



Fuente: Encuesta Fedesarrollo.

Gráfico 17
Tasa de cambio y presiones proteccionistas
Colombia vs. áreas metropolitanas de Estados Unidos



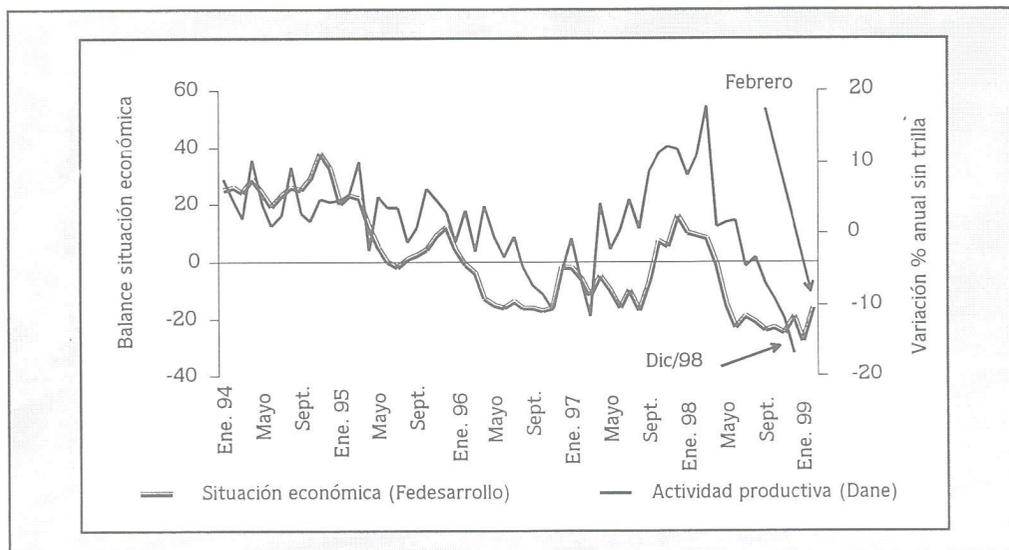
Por eso es que Colombia tiene que aprovechar los mercados internacionales, ya que son uno de los cuatro o cinco elementos que generan crecimiento económico. Hay que mantener la apertura, pero lo importante es tomar medidas que no dejen desequilibrar demasiado al país, a nivel interno o externo, esencialmente en el tema fiscal.

Proyecciones

La encuesta de opinión empresarial, que es nuestro principal activo, viene desde 1980. Allí se mide la producción del año para la industria manufacturera, así como su situación económica según Fedesarrollo (gráfico 18).

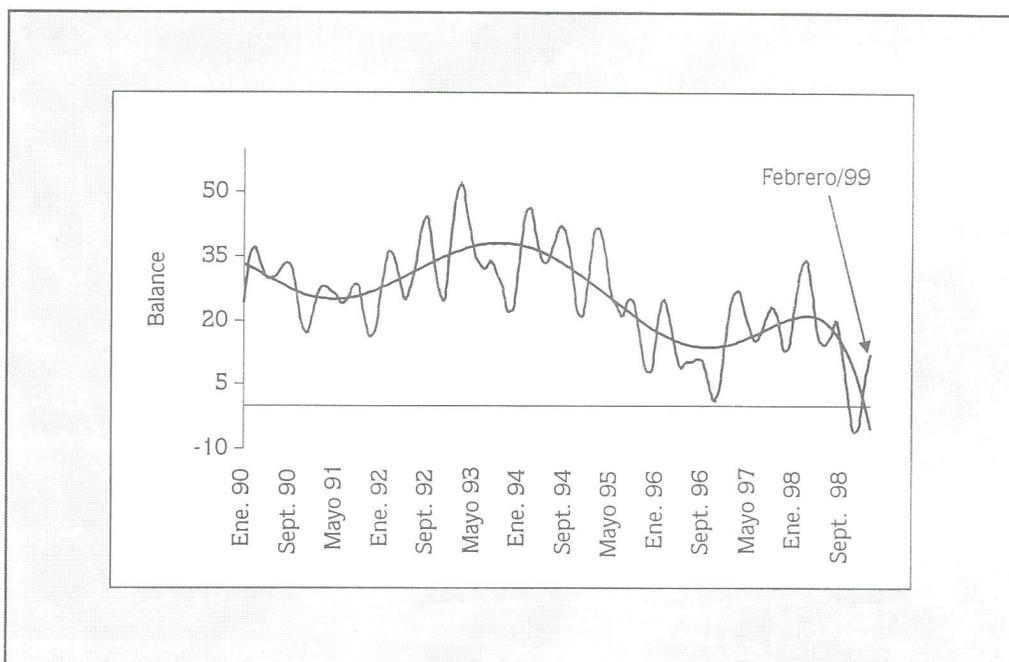
En cuanto a las expectativas de producción para el próximo trimestre se nota un ligero repunte, pero muy coyuntural, muy estacionario en los dos primeros meses. Lo importante es que la tendencia es bastante negativa, pero estamos siguiendo de cerca ese posible repunte porque acaso haya buenas noticias (gráfico 19).

Gráfico 18
Actividad productiva de la industria manufacturera



Fuente: Dane, Fedesarrollo.

Gráfico 19 Expectativas de producción



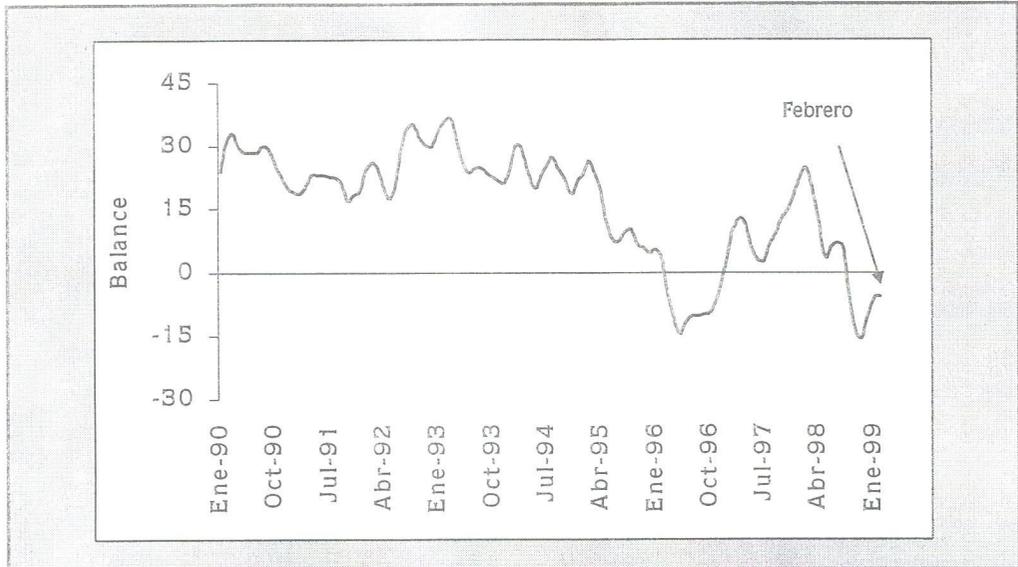
Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

En cuanto a la situación económica para los próximos seis meses también se registra un gran deterioro, con un repunte que puede ser estacional. Estaremos en una situación bastante mala comparada con la de 1997 (gráfico 20).

Por otra parte, hubo un marcado crecimiento en la inversión desde 1988 hasta 1994 y un gran deterioro desde entonces. La situación es muy complicada, tanto en las variables económicas como en las sociopolíticas. Hubo un repunte en este último aspecto, pero volvió a caer. En el comercio también se observa un gran deterioro, al igual que en construcción, tanto en vivienda como en obras públicas (gráficos 21, 22 y 23).

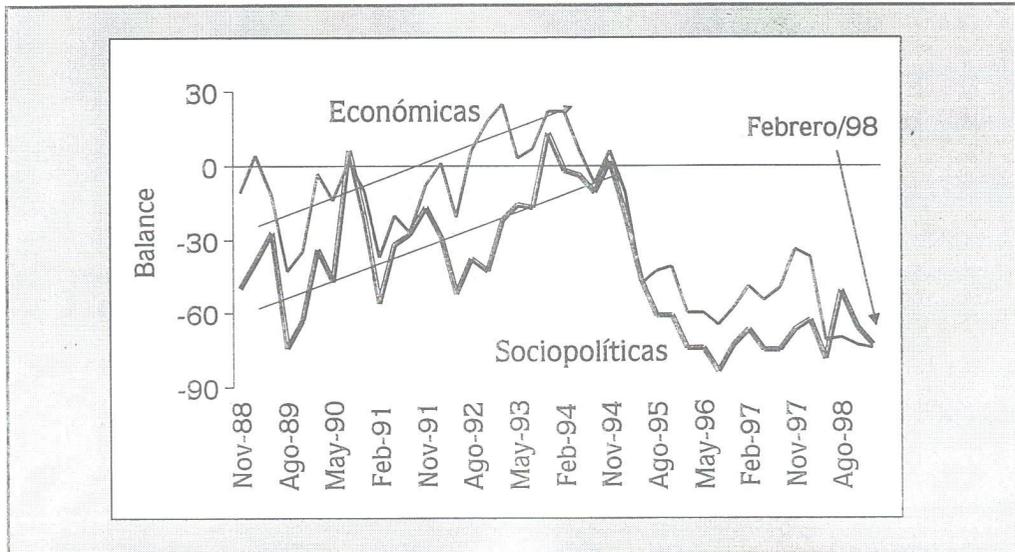
Los empresarios no son optimistas en cuanto a los gastos de inversión de las empresas manufactureras, sobre todo porque hay variación frente al año anterior; cada vez es mayor el número de industriales que dicen que van a invertir menos (gráficos 24, 25 y 26).

Gráfico 20
Expectativas de la situación económica de la industria



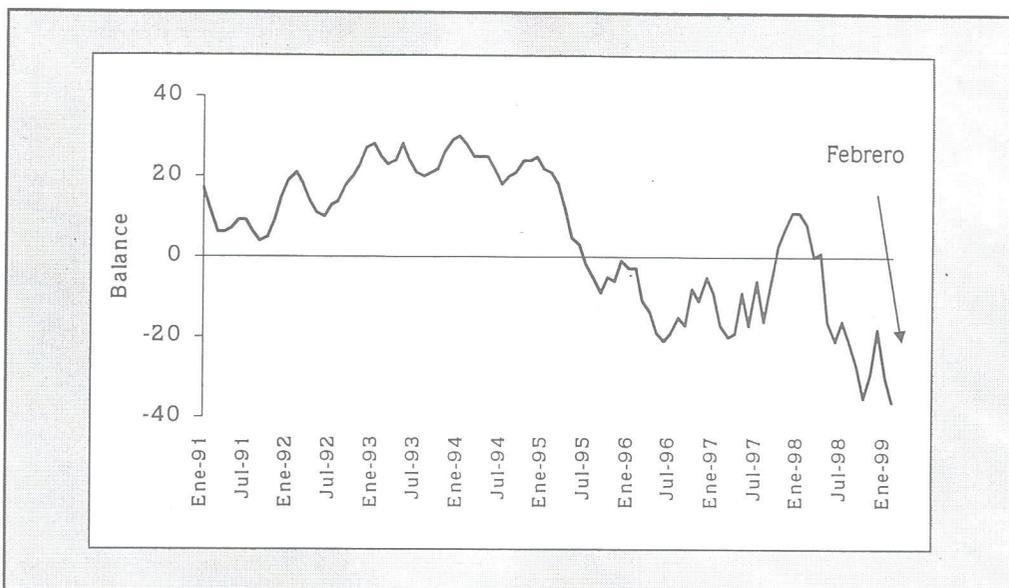
Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

Gráfico 21
Condiciones actuales para la inversión



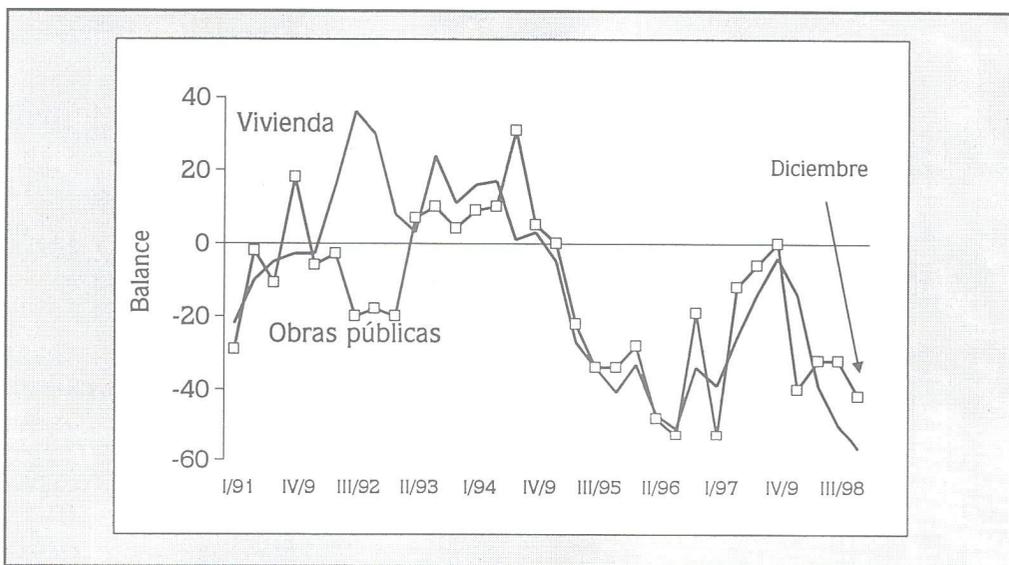
Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

Gráfico 22
Situación económica actual de la actividad comercial



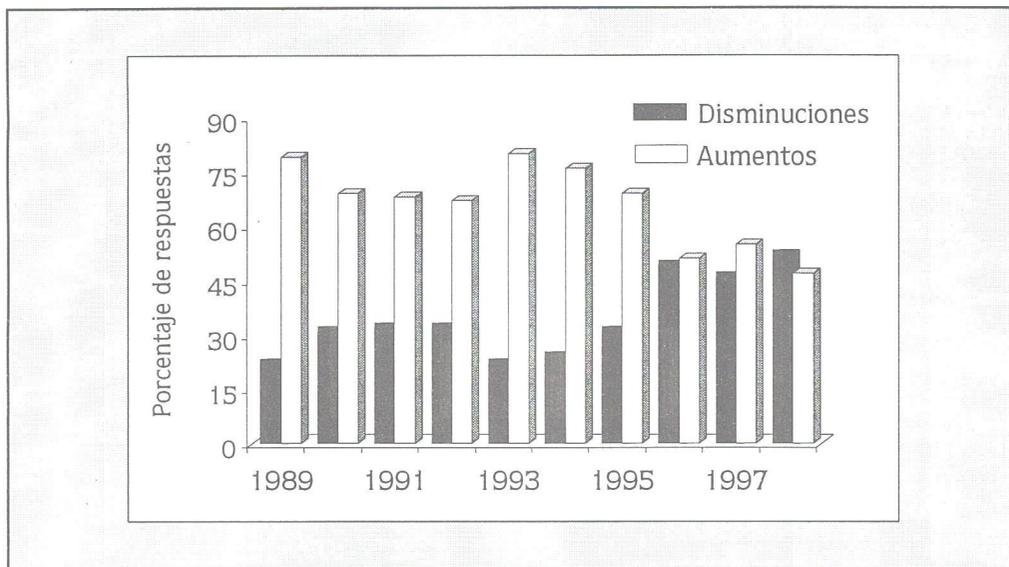
Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

Gráfico 23
Actividad económica actual de la construcción



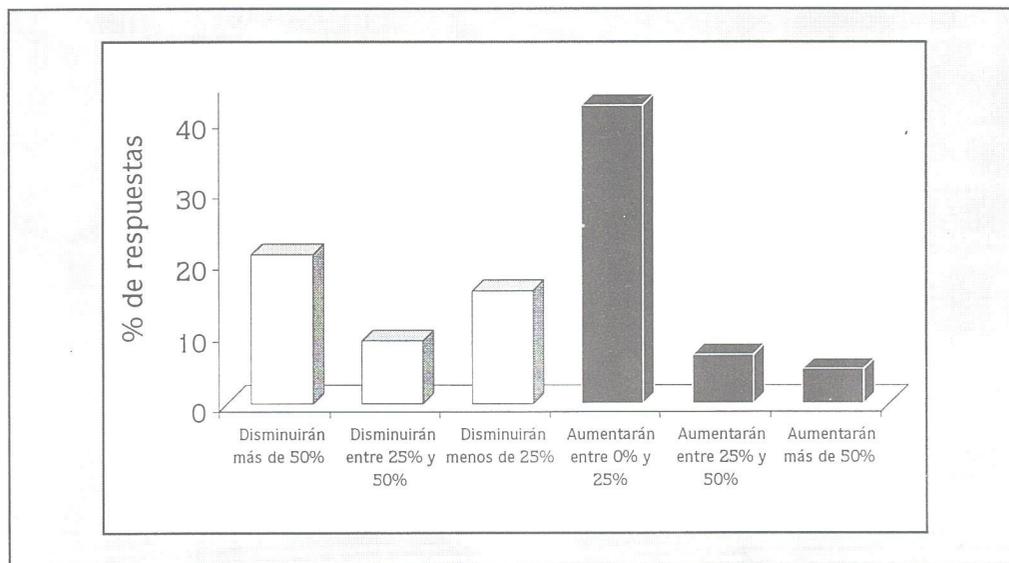
Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

Gráfico 24
Gastos de inversión de las empresas manufactureras



Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

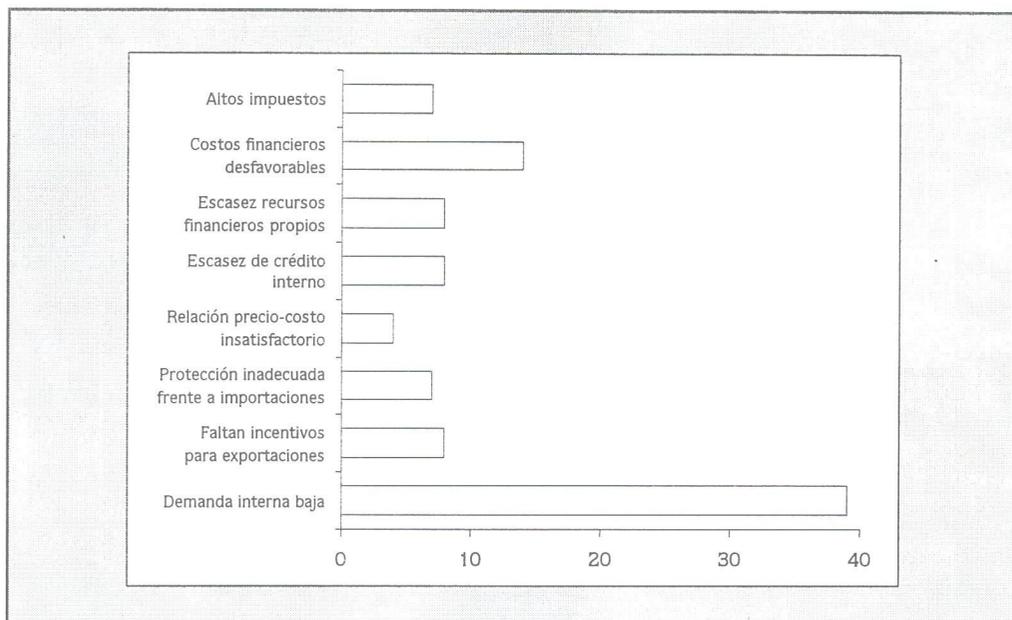
Gráfico 25
Gastos de inversión presupuestados para 1999



Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

Gráfico 26

Impedimentos para invertir en las empresas manufactureras



Fuente: Encuesta opinión industrial Fedesarrollo.

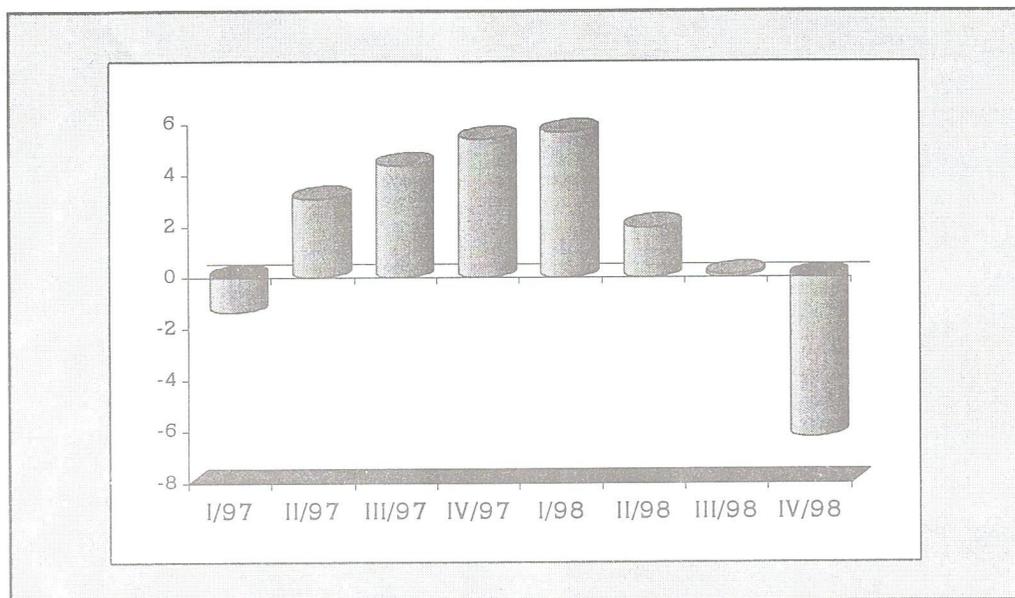
Proyecciones

En materia cambiaria se asume que, a diferencia de lo que consideramos más deseable, la banda se mantiene con unos precios bajos, como mencionábamos antes; con un valor de la producción de crudo que baja desde 842 hasta 802 y un valor de la producción de café desde 12, estable.

En finanzas públicas habrá un gran recorte en la inversión para el año 2000, cuando el consumo caerá más que la inversión. Lo que se da es un gran deterioro trimestral del PIB, pero el pronóstico del cuarto bimestre de 1998 no es tan malo como se pensaba (gráficos 27 y 28). El crecimiento agregado, que había quedado en 0,3, parece que ahora sube hasta 0,6 (cuadro 1).

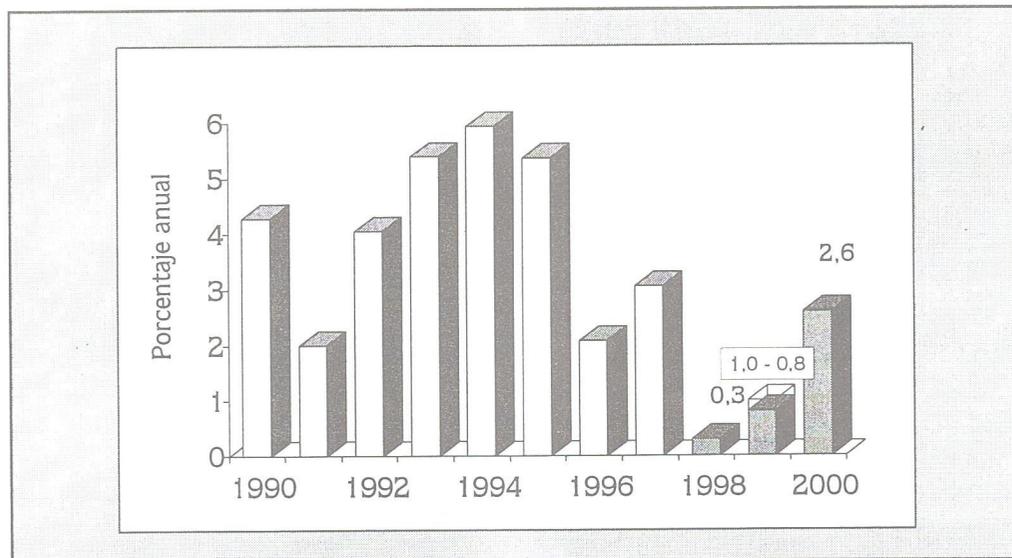
Fedesarrollo estima que la economía va a crecer entre 0,8 y 1 este año, mientras que otros analistas hablan de crecimiento nulo e incluso negativo. Nosotros pensamos que es bueno no modificar esta cifra porque depende

Gráfico 27
PIB trimestral



Fuente: DNP, cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 28
Crecimiento del PIB



Fuente: DNP, cálculos Fedesarrollo.

Cuadro 1 Supuestos 1999 - 2000

Devaluación (año completo)	16,20	13,00
Inflación	15,20	13,00
Precio petróleo (US\$/barril)	11,50	12,50
Precio externo café (US\$/libra)	1,26	1,19
Volumen de producción de crudo (MBD)	842,00	802,00
Volumen de producción café (miles de sacos)	12,50	12,50
Finanzas públicas		
Consumo del gobierno (variación % real)	-1,00	-2,10
Inversión pública (variación % real)	-7,20	1,00
Inversión de empresas públicas (variación % real)	-9,80	1,00

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

mucho de las expectativas de los empresarios de cómo se comporta la economía, a medida que se hacen reformas.

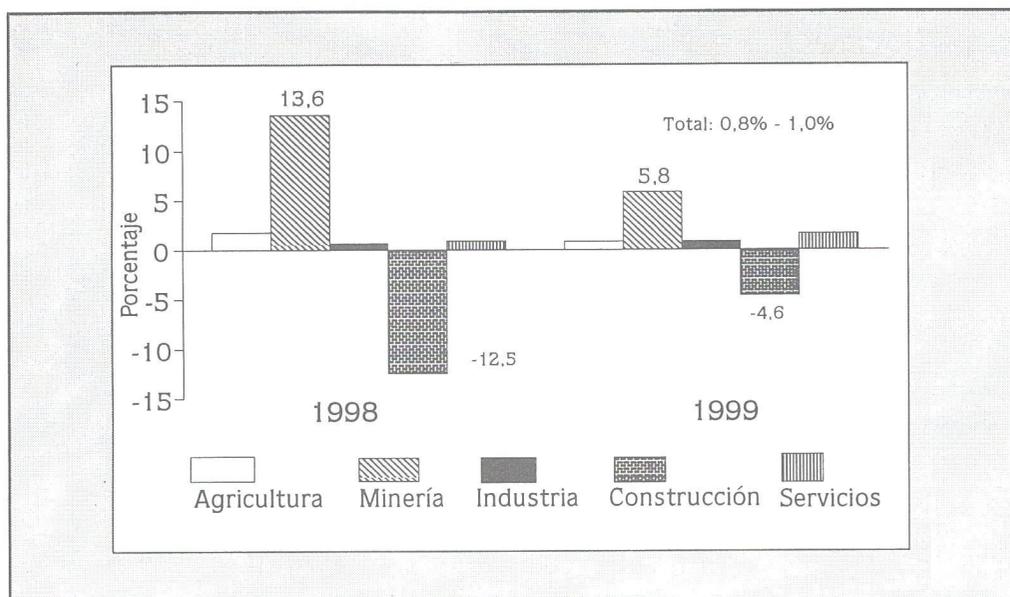
En nuestra opinión se necesitan reformas radicales, profundas, que indiquen a los empresarios que hay una nueva plataforma para invertir y crecer. Si eso no se hace el país va a continuar deteriorándose cuando podemos llegar a crecer ya al 2,6 o 3% en el año 2000.

Los sectores que lideran el crecimiento son la minería, que creció 13,8% en 1998 y pensamos que lo hará 5,8% en 1999, lo mismo que la industria, agricultura y servicios.

Por otra parte, pese a que la construcción ha tenido un ligero repunte durante 1999, es un sector que seguirá decreciendo (gráfico 29).

En materia de consumo e inversión lo que se ve de nuevo es una gran caída en la inversión pública y un poco menos en la privada (cuadro 2).

Gráfico 29
Crecimiento sectorial del PIB



Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

Cuadro 2
Consumo e inversión, 1998 - 2000
Crecimiento anual real

	1998	1999	2000
Consumo total	-0,4	-0,4	1,5
Privado	-0,8	-0,3	2,3
Público	1,5	-1,0	-2,1
Inversión total	-8,6	-2,1	1,5
Privada	-6,7	-0,8	1,0
Pública	-20,0	-7,2	1,0

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

Los sectores que van a liderar la dinámica de la economía son los exportadores, con crecimiento del 9% en 1998. Las exportaciones siguen decreciendo este año, pero cada vez menos y hay un pequeño repunte de

Cuadro 3 Crecimiento sectorial del PIB

	Fedesarrollo	DNP	Diferencia
Banca comercial	-1.373,0	-811,0	-562,0
Banca de servicios	-4.885,0	-4.885,0	0,0
Cuenta corriente/PIB	-6,7	-5,8	0,9
Cuenta de capitales	5.169,0	5.677,0	-508,0
- Bonos	800,0	900,0	-100,0
- Endeudamiento LP Privado	549,0	780,0	-231,0
- Endeudamiento LP Público	1.600,0	1.777,0	-177,0
Cambio Reservas	-683,0	387,0	-1.070,0

crecimiento en el 2000. En el plan de desarrollo se habla de reducir las exportaciones menores en los cuatro años y de un crecimiento de 40% en las totales (gráfico 30),

El tema de balanza de pagos está muy relacionado con lo que haga el gobierno, que en la actualidad está trayendo capitales en forma considerable. Eso no está mal, siempre y cuando se empleen en lo que corresponde para que haya crecimiento económico.

Fedesarrollo piensa que las reservas van a caer pero, por ejemplo, Planeación Nacional ya habla de un crecimiento de más de \$300 millones, e incluso algunas autoridades del banco central piensan que habrá crecimientos aún mayores en reservas.

CRISIS FINANCIERA
Y MERCADOS EMERGENTES

Yianos Kontopoulos*
Merrill Lynch

* Miembro del equipo de análisis económico de renta fija para mercados emergentes de Merrill Lynch.

Expondré el panorama general de los mercados emergentes durante lo que queda de 1999. Ha querido Merrill Lynch, por lo menos en nuestras oficinas globales, darles una idea de dónde estamos en este momento, *ad portas* de la crisis internacional. En primer lugar, quiero mencionar que el hecho de que estén reunidos los estrategas de la moneda aquí en Cartagena es un indicio positivo de que la situación en Nueva York se ha normalizado, por lo menos en alguna medida.

Los temas que cubriré se refieren un poco al desempeño positivo de los mercados que esperamos para este año en toda de la región, a pesar de algunos pequeños riesgos que aún subsisten; después hablaré brevemente sobre los principales riesgos que vemos en este momento, los panoramas regionales, incluyendo América Latina, y las futuras tendencias de mercado, que en su mayoría son estructurales.

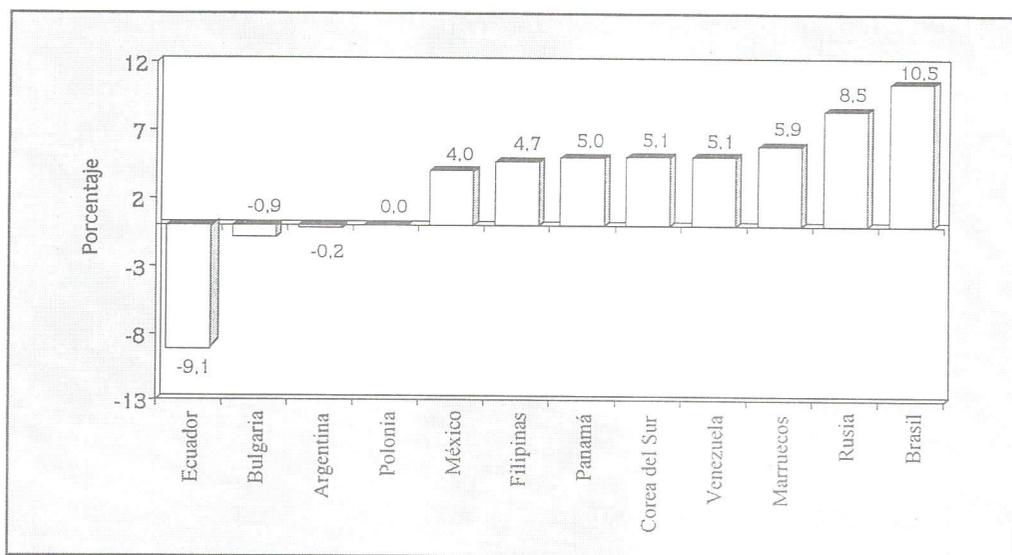
Entonces, ¿en qué consiste el desempeño positivo de los mercados este año después de ver predicciones apocalípticas en Wall Street durante los primeros meses de 1999? Vale la pena mencionar que aunque la mejoría del panorama económico mundial ha sido el principal motor de las etapas iniciales de esta recuperación, todavía quedan, aunque con una tendencia a la reducción, riesgos específicos regionales que, por lo menos durante el último mes, parecen haber disminuido.

Hoy en día, en el Asia emergente, hay una recuperación cíclica, aunque a un ritmo que se ha visto limitado por impedimentos de tipo estructural. El

peor de los escenarios parece estar descartado por ahora en Latinoamérica, gracias a un renovado ímpetu en el acceso a mercados de capital, pero vale la pena anotar que la región va a seguir abocada a una severa recesión, por lo menos para este año. Lo que probablemente importa más son las expectativas para el año 2000. En nuestra opinión cualquier debilidad que se presente en Europa Central y Oriental durante los próximos meses debe utilizarse como oportunidad para acumular bonos a largo plazo; especialmente para los países convergentes, considerando que para el año 2005 se habrán convertido todos.

Las tasas de rendimiento han superado las expectativas y básicamente eso se debe a una renovada confianza en Brasil (gráfico 1). Eso también se ve en el hecho de que las tasas más altas de interés real se han registrado durante el primer trimestre del año. Lo primero que hay que anotar es que esta tendencia se ha visto en todos los mercados regionales. Se ha visto recuperación en Brasil, Rusia, Marruecos y en Corea del Sur. Como aspecto de interés especial está el hecho de que durante el último mes la deuda externa colombiana se ha desempeñado mejor que la de otros países lati-

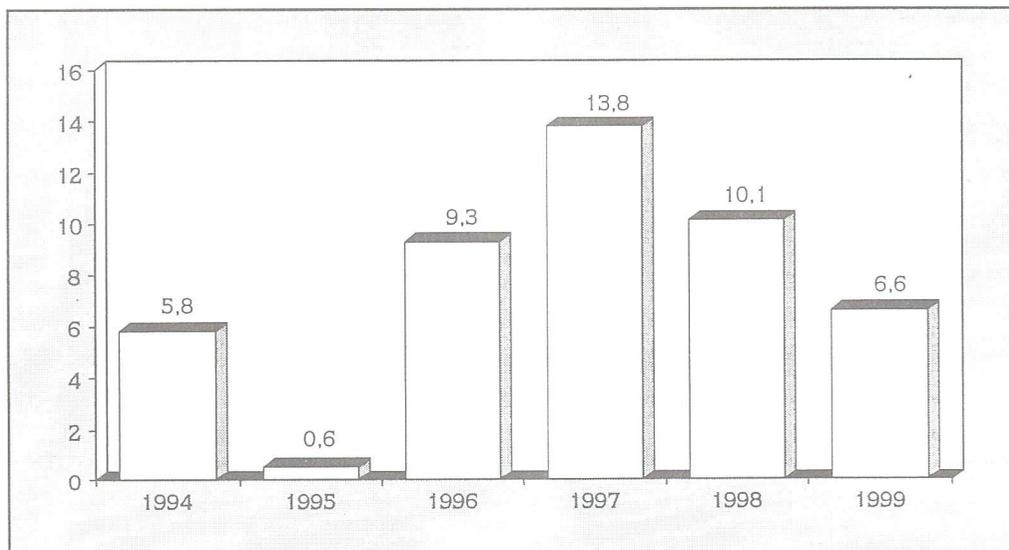
Gráfico 1
Diferencia entre expectativas y rendimientos observados
(31 de marzo)



noamericanos como Argentina y México, por primera vez desde la crisis rusa. Eso en sí no significa mucho, pero es indicio de que el mercado está bajo control. Así que la nota positiva clave en este proceso de recuperación hasta ahora ha sido un primer trimestre relativamente bueno para 1999, a pesar de las desastrosas predicciones que les comentaba, donde hubo emisión de deuda latinoamericana por US\$6,6 millardos (gráfico 2). Y como en situaciones de crisis es interesante comparar, vemos que en el primer trimestre de 1998, que fue bastante bueno, bajamos menos de medio por ciento en comparación con la crisis mexicana de 1994, donde en el primer trimestre de 1995, la emisión había sufrido un total colapso.

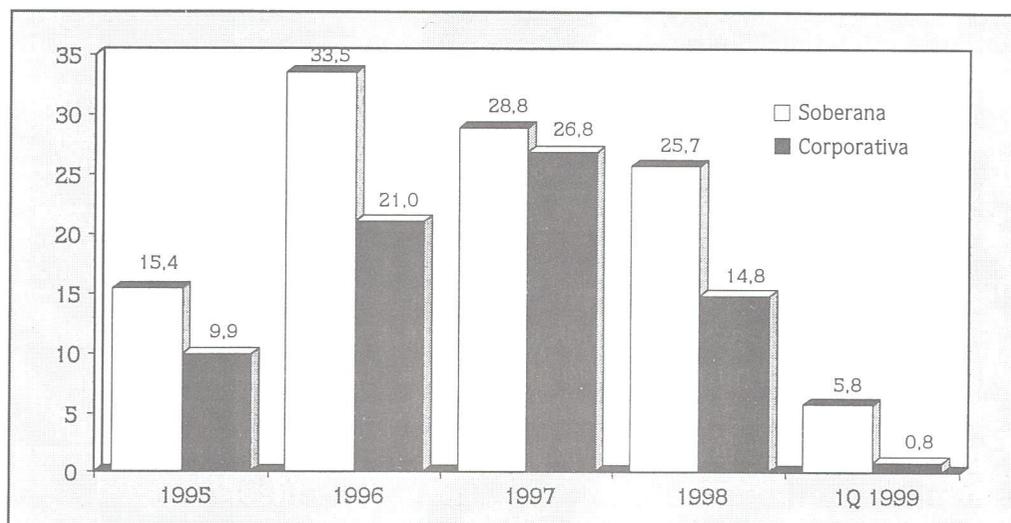
El otro punto que quería mencionar es que el endeudamiento corporativo se ha reducido dramáticamente, al menos en lo que va corrido del año. Y esto podría querer decir dos cosas: primero, que el mercado necesitará un período de estabilidad entre dos y tres meses antes de que vuelva a emitir papeles. Así que si las cosas permanecen relativamente estables, que es el escenario más probable en este momento, es bastante posible que este

Gráfico 2
Emisiones de deuda latinoamericana realizadas durante el primer trimestre del año (1994 - 1999)
(US\$ miles de millones)



monto muy bajo de 800 millones de dólares en emisiones corporativas que hubo en el primer trimestre aumento significativamente durante el segundo y el tercer trimestres (gráfico 3). Un ejemplo para mencionar es el hecho de que en pocos días Chile volverá a entrar al mercado en calidad de fuerte emisor, y una de las grandes preocupaciones allí es precisamente asegurarse de que el mercado permanezca con precios adecuados para sus emisores corporativos durante el resto del año.

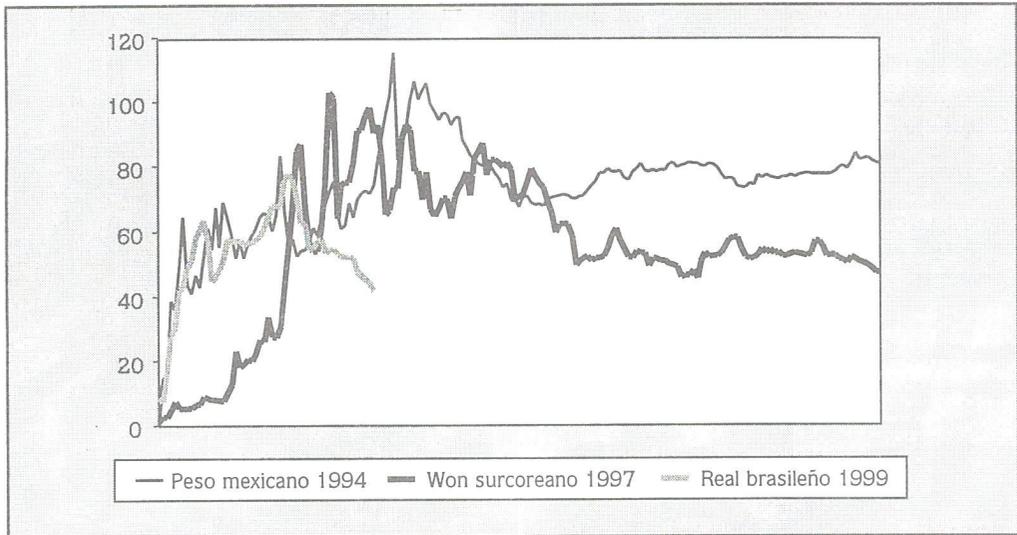
Gráfico 3
Emisiones de deuda soberana y deuda corporativa
(1995 - 1999)



Claro está que hay que advertir que existe la posibilidad de que de nuevo se presente volatilidad en las tasas de cambio en Brasil. Eso no se puede descartar. En el gráfico 4 tenemos la comparación porcentual del peso mexicano entre la devaluación inicial y la devaluación acumulada en términos porcentuales después de la inicial, y puede observarse que en México se experimentaron picos mucho después. También está el caso de Corea, donde la situación se estabilizó un poco más rápido.

Ahora bien, lo interesante del caso de Brasil que, dada mi especialización, es que se ha visto un fortalecimiento significativo desde principios de marzo hasta la fecha. Cabe anotar que a pesar de la crisis internacional que nos

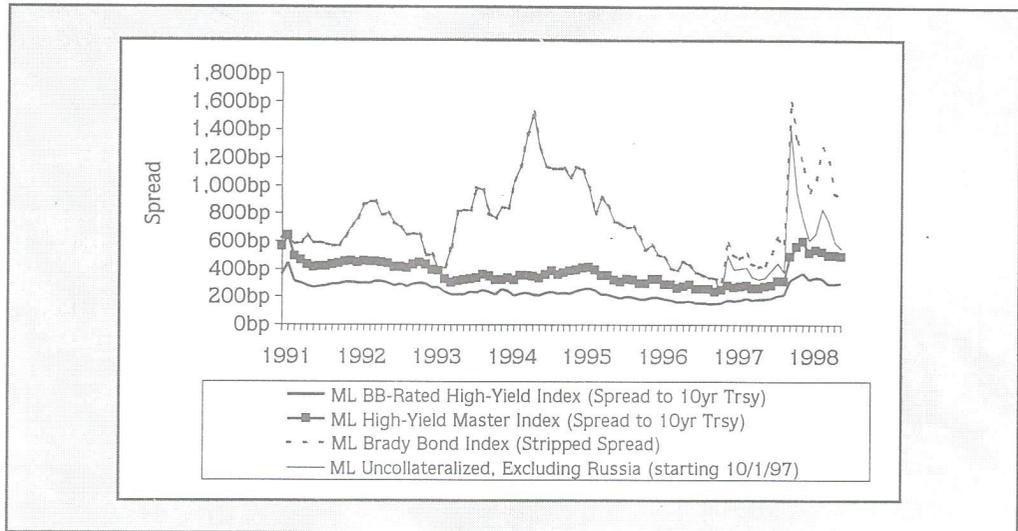
Gráfico 4
Tendencia de la tasa de cambio posdevaluación
(% devaluación)



ha afectado durante año y medio no todas las devaluaciones terminan en lágrimas. También hay que recordar que es demasiado prematuro decir que ya hemos visto el fin. Sin embargo, lo que puede desempeñar un papel muy importante será el comportamiento del sector privado después de la devaluación y, más específicamente, el comportamiento y la solidez del sector financiero. De tal manera que la pregunta es: ¿después de la devaluación vamos a tener problemas con el sistema financiero? Creemos que esta va a ser la pregunta crítica para analizar el desempeño del mercado.

El gráfico 5 es uno de los principales que los inversionistas en Nueva York y en Europa estarían mirando. Y son precisamente estas altas tasas de rendimiento con respecto a los papeles del Tesoro de Estado Unidos, es decir, entre 100 y 1.000 puntos base lo que han estado viendo durante las últimas semanas. Estos márgenes históricamente amplios son los que han atraído compradores. El otro aspecto interesante de este gráfico es que demuestra el hecho de que cuando hay instrumentos de alto rendimiento disponibles en el mercado, especialmente aquellos emitidos por compañías norteamericanas comparables con las de los mercados emergentes, los márgenes, es decir, los rendimientos producidos por encima de la tasa del

Gráfico 5
Índice de los bonos de los mercados emergentes
vs. bonos de alto rendimiento



Tesoro se acercan a los ofrecidos por papeles corporativos de alto rendimiento en Estados Unidos, y en ese caso es muy probable que el mercado se vuelva vulnerable a distintos choques, externos o internos. Definitivamente ese no es el caso todavía.

Hay un gráfico que mostraba un análisis de sensibilidad de los altos márgenes que vienen sosteniendo la deuda latinoamericana. Pero el hecho que quería demostrar es que en esencia aunque los márgenes, es decir, las tasas de interés que los países individuales de la región latinoamericana deban pagar se conserven exactamente a los mismos niveles, y los inversionistas, por otra parte, se aferren o conserven estos instrumentos, el rendimiento global para lo que queda del año va a ser de dos dígitos. Así que estará cerca del 13,5% en dólares.

Este es el panorama, es decir, el análisis que están haciendo los inversionistas extranjeros.

Entonces ¿cuáles son los principales riesgos con respecto a los cuales debemos estar alerta? El primero es que las tasas de interés en Brasil y en la

región siguen altas. En el cuadro 1 aparecen las proyecciones de Merrill Lynch para fin de año, según los diferentes instrumentos. La forma de juzgar uniformemente qué tan altas están las tasas de interés es básicamente analizar las de interés real. Y es un hecho que en Latinoamérica las tasas de interés real son relativamente altas. Así que uno de los principales riesgos para lo que queda del año es qué pasa si éstas no bajan al ritmo que el mercado actual espera que lo hagan. Y las primeras señales para responder a esta pregunta van a surgir durante los próximos uno o dos meses. Entonces el mercado tendrá una visión más informada sobre lo que puede suceder en Latinoamérica.

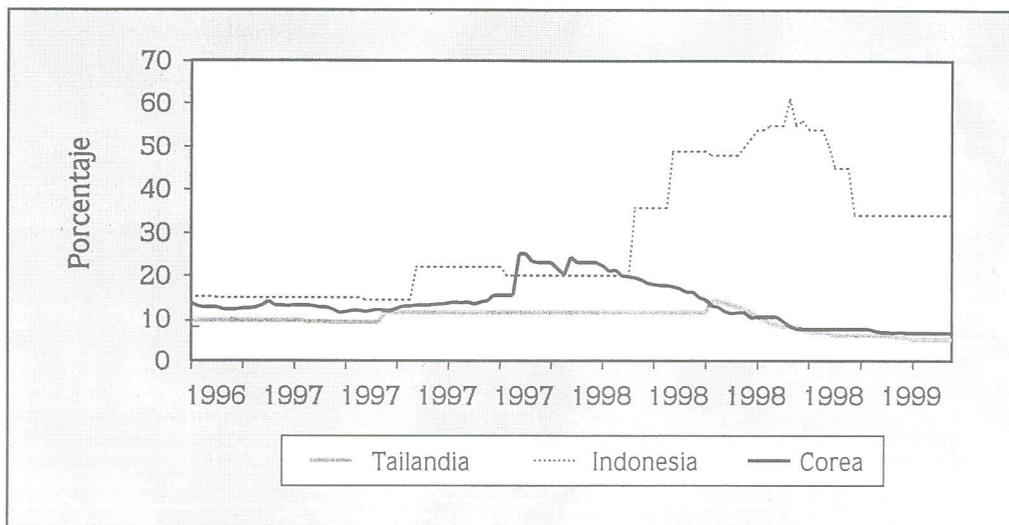
Este primer riesgo es comparable a la caída de las tasas de interés en Asia. Me refiero a las tasas locales: las tasas de rendimiento disponibles en estos países. Y es interesante observar que Tailandia y Corea tienden a niveles que durante los últimos cinco trimestres han estado por debajo de los experimentados antes de la crisis (gráfico 6). No es el caso de Indonesia, aunque las tasas de interés sí se han reducido significativamente. Eso podría ser tan bueno como malo para Latinoamérica, en especial para los inversionistas, quienes se concentran alrededor de la deuda en moneda local. Básicamente, cuando ven sus oportunidades en Asia y las comparan con las oportunidades que les ofrece Latinoamérica pueden interpretar la

Cuadro 1
Pronóstico de tasas de interés para fin de 1999

País	Tasa de interés (%)
Argentina	7,0
Brasil	22,0
Chile	6,0
Colombia	20,0
Ecuador	30,0
México	21,0
Perú	14,1
Venezuela	45,0

Fuente: Merrill Lynch.

Gráfico 6
Tasa de depósitos a tres meses en países asiáticos

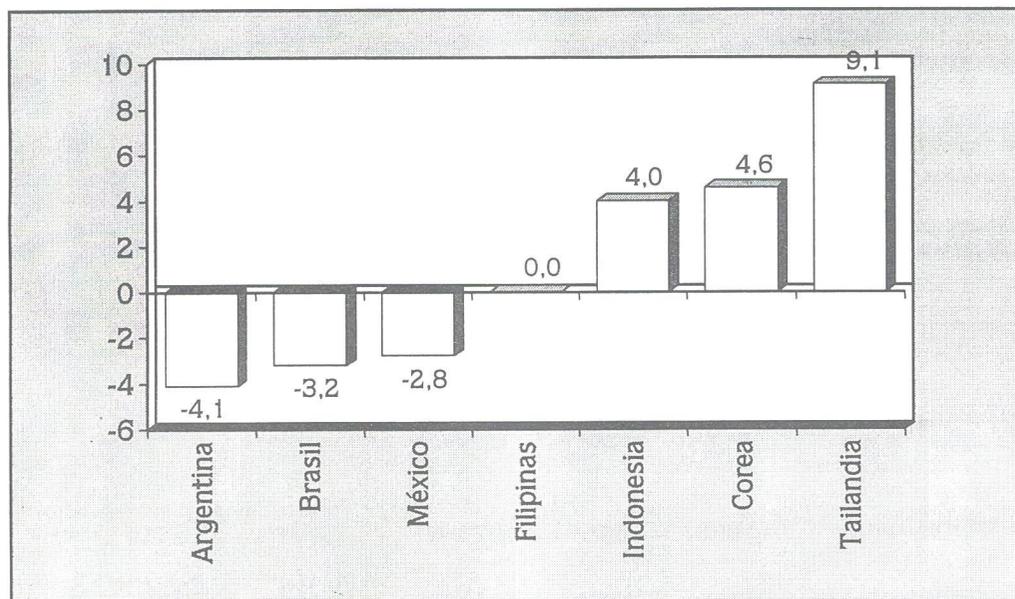


diferencia tanto de oportunidad como problema para trasladar sus fondos a Latinoamérica, dependiendo en principio de las señales que los bancos centrales y las economías estén lanzando al mercado en Latinoamérica durante el próximo par de meses; es decir, dependerá de si la tendencia es a que se reduzcan las tasas de interés o no.

El otro riesgo importante, en especial para 1999, es el hecho de que los déficit en cuenta corriente son bastante altos en la región, o por lo menos en los principales países latinoamericanos. Así que hay una marcada diferencia entre el comportamiento de la cuenta corriente en Asia y en Latinoamérica (gráfico 7). En alguna medida, esto tiene que ver con diferencias tanto en la etapa del ciclo de negocios en que se hallan los países, como con el momento de la crisis en que se encuentran, es decir, si están recién entrando o si ya van saliendo de la crisis.

El riesgo de las tasas de cambio no sólo tiene que ver con que las tasas permanecerán altas o no, sino también con su impacto sobre la actividad económica. Así que es casi seguro que Latinoamérica experimentará bajas tasas de crecimiento, y no sólo eso sino una situación potencial de recesión para lo que queda de 1999; es interesante anotar que en los países asiáti-

Gráfico 7
Pronósticos de cuenta corriente para 1999
(Porcentaje del PIB)



cos, incluyendo Filipinas, Malasia, Tailandia e Indonesia, ya se ha experimentado una recuperación en este campo. Claro está que, y esto es importante de anotar, no es por accidente que la reducción experimentada en 1998 es proporcional al aumento experimentado en 1999. Todas las tendencias, a excepción de Europa del Sur, Central y Oriental, indican que tendremos una ligera recuperación, por lo menos si hemos de incluir estimativos trimestrales, en términos del comportamiento del PIB en Latinoamérica. Sin embargo, si nos equivocamos en estos estimativos y la recesión se prolonga, y no tenemos indicios de que el ciclo vaya a variar para finales de 1999, el panorama latinoamericano cambiará considerablemente (cuadro 2).

Entonces, ¿cuál es el panorama para la región hasta ahora? Aún con la popularidad de los bonos latinoamericanos tenemos, *grosso modo*, entre 200 y 500 puntos base de exceso, en relación con bonos asiáticos de calificación comparable. Así que hay altos rendimientos en países como Brasil, Ecuador y Venezuela, los cuales se han beneficiado de este auge reciente del mercado, y es probable que se desempeñarían con lujo de detalles en un

Cuadro 2 Comportamiento del PIB regional

Región	1995	1996	1997	1998e	1999f
Latinoamérica	0,9	3,5	5,4	2,0	-0,4
Nuevas Economías Industriales (NEI)	7,4	6,4	6,1	-1,9	1,8
Asia	8,2	7,0	4,3	-7,8	-1,2
Europa Central y Oriental	0,9	-0,8	2,7	1,2	-1,3
Oriente Medio	3,6	5,3	2,5	3,7	3,7
Africa	3,0	3,4	2,4	1,4	0,9
OECD	2,3	2,7	2,8	2,0	1,7

Nota: NEI incluye Singapur, Corea del Sur, Hong Kong y Taiwan
Asia incluye Filipinas, Malasia, Tailandia e Indonesia.

Fuente: Merrill Lynch.

entorno un poco menos volátil. Así que si nos quedamos donde estamos, no necesariamente haciendo cosas extraordinarias para mejorar el mercado, sino generando apenas un poco de estabilidad; es posible que estos activos de muy alto rendimiento atraerían la atención de los inversionistas hacia este mercado, cosa que ya ha empezado a suceder.

México sigue siendo la mejor alternativa en la región en materia de bonos externos y el motivo es relativamente sencillo. Puedo simplificarlo en dos puntos: el primero es que México ha evitado la recesión y el segundo que sus necesidades de financiamiento van a mantenerse bajas durante los próximos dos o tres años. Y esos son puntos críticos, especialmente en un entorno como el que hemos visto durante el último año.

Los peores escenarios en Venezuela parecen poco probables hasta ahora, y el aumento experimentado por los precios del petróleo durante el último mes y medio ha sido un alivio. Hay dos aspectos del peor escenario en Venezuela, que definitivamente representan un potencial riesgo sistémico para la región. El primero se generaría si se hiciese necesaria una devaluación importante, que no creo que sea el caso este año, aun con los altos

niveles de déficit fiscal, y el segundo riesgo, que es mucho más difícil de predecir, será el grado en el cual crezcan las tensiones políticas a través del año. Y repito, el próximo par de meses tendremos oportunidad de ver señales muy claras. Lo más importante hasta ahora para darle un vuelco al mercado latinoamericano ha sido el hecho de que en Brasil el panorama se ha estabilizado. La inflación ha caído por debajo de lo esperado, para sorpresa de los economistas, especialmente en Nueva York, donde se predecían unos escenarios bastante sombríos para Brasil. Es posible que las tasas de interés continúen su tendencia a la baja, debido básicamente a la magnitud de la recesión dado el hecho de que el mercado de divisas ha perdido importancia durante los últimos dos meses y que por tanto los actores nacionales desempeñan un papel mucho más importante. Ese es el caso que se presentó ayer cuando las autoridades brasileñas anunciaron para la industria del algodón tasas de interés ligeramente más altas aunque de todos modos bastante por encima de lo esperado (hasta del 34%), y esta mañana el real brasileño se transaba en forma muy estable en Nueva York, a \$1,66. De manera que este es un buen síntoma para empezar.

Las tendencias de crecimiento y desempleo muestran signos alentadores, aunque habrá riesgos, especialmente para Brasil durante los próximos dos meses, porque siempre es cierto que la economía real no se ajusta tan fácilmente como el sector financiero. Tenemos saldos externos que tienden a ser mucho más favorables y parece haber poco campo para sorpresas políticas del Congreso en el futuro cercano. Claro que a este respecto debo aclarar que probablemente es imposible predecir este último factor. Sin embargo, aun con el último escándalo potencial, se ha visto que la reacción del mercado ha sido bastante discreta. En términos generales, para otras regiones, en especial Latinoamérica, aunque la situación está mejorando, el riesgo que prevalece es que aún con la posibilidad de una recuperación en 1999 la región es vulnerable a choques externos, en especial a los políticos y económicos. Y son esos choques los que no estamos previendo en este momento. Recuerden que ya antes nos hemos llevado algunas sorpresas. Así que seremos prudentes al pronosticar una recuperación para finales de 1999, en concreto con respecto a Latinoamérica.

En Asia están conspirando sucesos externos para ejercer presión sobre las monedas en el lapso comprendido entre seis meses y un año. Así que hay un riesgo potencial de fluctuaciones en la moneda y como resultado, una

probable alza en las tasas de interés. Entonces la principal recomendación para Asia durante el último mes ha sido la de sobrevaluar la deuda externa contra instrumentos en moneda local, principalmente por las fluctuaciones en la tasa de cambio que se señalaban en el gráfico anterior y por el hecho de que muchas de las condiciones ofrecidas en la región no son tan interesantes como solían serlo hace unos dos o tres meses. La otra tendencia que se avizora es que los excedentes comerciales están disminuyendo sustancialmente, a la vez que se reaviva la economía. Los bancos locales todavía necesitan liquidez y se está ejerciendo gran presión sobre la banca central de los países de la región para que amplíen los créditos nacionales. Hasta ahora éste no ha sido un factor muy importante, básicamente porque el yen japonés se ha transado dentro de un margen bastante estrecho.

Así que, de nuevo, la palabra clave aun en el caso del Asia es la estabilidad; o algún tipo de estabilidad en comparación con el cuadro que hemos presenciado durante los últimos meses. Además, la gestión fiscal, que se ha relajado durante los dos últimos meses, erosionará los excedentes que hay en cuenta corriente a 32 millardos de dólares en los cinco países asiáticos que operan en mercados emergentes, en comparación con los 103 millardos de dólares que tuvieron en 1998. Esta es una reducción significativa pero de todos modos todavía hay excedentes para lo que queda del año. Es natural que haya costos económicos que persistirán en Hong Kong y en China, y en esa región se favorece primero a Filipinas y luego a Corea; Tailandia tiene una calificación baja. Y vale la pena anotar que todavía no se han despejado todas las sombras en el caso de China y Hong Kong donde tenemos un clima limitado para la inversión y márgenes relativamente estrechos para la deuda, tanto soberana como cuasisoberana, especialmente en China que está transando a un interés premium entre 200 y 250 puntos base por encima de los papeles del Tesoro de Estados Unidos y eso no es suficiente para atraer la atención del mercado.

En Europa Central y Oriental la tendencia ha sido a que los inversionistas en el exterior concentren sus inversiones básicamente alrededor de créditos «defensivos» en esta región, pero ahora hay la sensación de que el contagio de la fiebre de la protección está cediendo y que buena parte de las inversiones pasará de esta posición defensiva hacia instrumentos más líquidos como los ofrecidos en Latinoamérica: Brasil, México y Argentina. Así que ha cambiado la posición neutral de varios créditos que durante los últimos meses

han tenido bastante demanda. Continuamos calificando muy mal a los que llamamos «los gansos salvajes». Países como Rusia y Ucrania. Allí hay sucesos de los que hay que estar pendientes. Por una parte, no prevemos mayores problemas con el servicio de la deuda de eurobonos en Rusia, especialmente ahora que ya entró a operar el acuerdo con el FMI, pero es probable que en mayo se tengan noticias sobre incumplimientos con respecto a los «minfan» que son los instrumentos en moneda local, y los cuales es posible que van a ser reemplazados con una nueva emisión, que en esencia será un *roll-over* forzado. En Ucrania no parece probable un escenario apocalíptico para este año, pero todo parece indicar que para el año 2000 la balanza de pagos seguirá experimentando serias restricciones. Con Rumania hay un problema que puede llegar a atraer atención mundial durante los próximos meses, pero suponemos que el gobierno se encargará de su solución especialmente hacia el mes de junio. Tenemos que estar pendientes porque éste es un país que está a prueba para lo que se ha venido a conocer como el «debate sobre la carga compartida», el cual mencionaré al final.

Entonces ¿cuáles son las tendencias futuras del mercado con potencial para generar impacto sobre el comportamiento del mercado? El primer factor estructural que debemos tener en cuenta es el hecho de que potencialmente los inversionistas están siguiendo los índices para decidir si invierten o no en Latinoamérica. Y entonces están pendientes de cuándo se presentan cambios en los índices. El más popular de los índices es el que publica el Banco J.P. Morgan, que es el índice Embi+ que tiene gran peso, puesto que toma en cuenta factores como la liquidez y el perfil de emisión con respecto a Argentina. Si, como han dicho hasta ahora, deciden cambiar para el primer semestre de este año los pesos asignados a este índice, según diferentes opciones que por lo menos de acuerdo con nuestra información están considerando, lo más probable es que se genere un impacto muy adverso sobre Argentina, en segundo lugar para Brasil, y probablemente menos perceptible para México, es decir, sobre los que en este momento constituyen el núcleo principal de Latinoamérica (cuadro 3). Y aquéllos, que en este momento sufrirían en su calidad de inversionistas, están listos a cambiar la composición de sus portafolios para alejarse de estos créditos y apuntarse a los nuevos que ingresen al mencionado índice con el fin de poder monitorear sus inversiones y asegurarse de que se comporten de acuerdo con los parámetros establecidos por el Índice en cuestión. Si eso sucediera, lo más probable es que para Colombia la situación resulte beneficiosa, en el senti-

Cuadro 3
Cambios en la ponderación del Embi +

País Sector	Embi+	Excluyendo Argent.	Cambios	Adición de nuevos créditos		Imposición 15% Cap.		% de Embi+peso
	pesos	Nuevo peso	locales	Nuevo peso	Cambio	Nuevo peso	Cambio	
Argentina	28,06	22,14	-5,92	20,27	-7,79	15,00	-13,06	53
Brasil	21,95	23,76	1,81	21,76	-0,20	15,00	-6,95	68
Bulgaria	2,63	2,85	0,22	2,61	-0,02	3,76	1,13	143
Ecuador	1,80	1,95	0,15	1,79	-0,02	2,58	0,77	143
México	20,00	21,64	1,65	19,82	-0,18	15,00	-5,00	75
Marruecos	1,57	1,70	0,13	1,55	-0,01	2,24	0,67	143
Nigeria	1,14	1,24	0,09	1,13	-0,01	1,63	0,49	143
Panamá	2,47	2,67	0,20	2,44	-0,02	3,52	1,06	143
Perú	1,80	1,94	0,15	1,78	-0,02	2,57	0,77	143
Polonia	3,58	3,87	0,29	3,55	-0,03	5,11	1,53	143
Rusia	4,63	5,01	0,38	4,59	-0,04	6,61	1,98	143
Corea del Sur	3,71	4,01	0,31	3,68	-0,03	5,30	1,59	143
Venezuela	6,66	7,21	0,55	6,60	-0,06	9,51	2,85	143
Nuevos créditos	0,00	0,00	0,00	8,44	8,44	12,17	12,17	—

Fuente: Ministerio de Hacienda.

do de que lo más seguro es que a Colombia se le incluya en el índice. Esa es toda la información que tenemos hasta ahora, pero no esperamos que su impacto sea muy grande. Sin embargo, es posible que su efecto sea por lo menos ligeramente positivo. Este es un factor meramente técnico y es factible que se presente durante los próximos seis meses.

El último punto que quería mencionar es otro factor técnico que es el tema de la carga compartida. Hay argumentos a favor de compartir la carga en el caso del sector privado, lo cual podría potencialmente poner en peligro las perspectivas de los mercados emergentes en su calidad de clase de activos. Los hacedores de políticas *gitanos* (*gitane policy makers*) y los acreedores de los clubes de París, recientemente han pedido que el sector privado comparta su carga en mayor medida en caso de una crisis de pagos, como la que se experimentó en Rusia, por ejemplo. Y sostienen que al reprogramar la deuda oficial el tratamiento debe ser estrictamente comparable para los acreedores del sector privado. El debate ha suscitado dudas hasta ahora sobre las perspectivas de los mercados emergentes como clase de activos que constituyen, puesto que en ese caso el repago parece ser más discrecional y voluntario, por lo menos por parte de los inversionistas. Así que las

iniciativas sobre carga compartida podrían llevar a la introducción de medidas para facilitar la reestructuración de deudas del sector privado.

Entre esas medidas se incorporarían las siguientes: la primera sería que los contratos de eurobonos incluirían una cláusula que redujera la posibilidad de que los acreedores impidan la reestructuración de la deuda en su totalidad. El tratamiento posible sería un compromiso de abstenerse de aplicar todos los fondos a los organismos multilaterales de crédito, tales como el FMI, el Banco Mundial, la IADB, el Banco Asiático de Desarrollo, etc., dejando a los organismos multilaterales su *status* como acreedores preferenciales. También se ha especulado recientemente con la idea de que las acciones legales del sector privado que impugnan la solicitud del Club de París podrían inducir al FMI a expedir una respuesta bajo el artículo 8, con lo cual quedaría descartada la posibilidad de litigar. Y ¿qué quiere decir todo esto? Significa que se corre el riesgo de que el sistema de carga compartida en el sector privado se convierta en un factor crítico durante 1999, y que eso podría eventualmente ser una fuente de inestabilidad durante lo que queda del año. Sin embargo, después de todo lo que hemos atravesado, que creo ha sido observado por ambas partes del espectro, tanto desde el punto de vista de los acreedores bilaterales como el de los multilaterales, así como el de los inversionistas del sector privado, debemos ejercer gran cuidado; por lo menos eso pensamos nosotros durante los próximos meses antes de que el sistema de por sí empiece a crear sus propios riesgos, especialmente considerando que tendríamos un severo impacto para los prestatarios latinoamericanos.

Preguntas y respuestas

La presentación le abre a uno los ojos desde el punto de vista internacional, sobre cómo se ve Latinoamérica en el mundo. Obviamente en Latinoamérica pesan más quienes más producto interno bruto tienen: México y Brasil, pues Colombia es relativamente secundario; mi pregunta es: Colombia emitió los últimos bonos a principios de año, más o menos; tal vez se colocaron a una tasa muy alta, que fue Tesoro más diez puntos, y después el secundario era Tesoro más seis puntos. Está llegando a un equilibrio de ese orden. Si futurizamos un poco ese aspecto, que sería muy importante para cuadrar la balanza cambiaria, ¿usted cómo ve ese mercado para la necesidad que tiene el país?

¿Usted me pregunta si el mercado continuará abierto para Colombia durante los próximos meses o si la entrada de estos capitales va a crear problemas para Colombia en el mercado local?

Son dos puntos: por un lado, la entrada de los recursos, pero ¿cómo ve el mercado a Colombia para seguir invirtiendo aquí? Y el otro punto de vista es ¿a qué precio sobre esa base del Tesoro?

En cuanto a si Colombia debe continuar emitiendo deuda yo creo que eso es cuestión de una estrategia que no debe fijarse ni a uno ni a dos meses. Debe ser una estrategia vista a unos cinco o diez años. Existen riesgos en el mercado local, en la economía pero no son tan significativos como a veces lo han presentado algunos analistas y el problema es que es muy difícil ver la diferencia entre acciones del gobierno y las de las instituciones financieras, el Banco Central, por ejemplo, que hasta el momento tienen un efecto en la economía. La decisión de cómo y a qué costo se debe emitir es una pregunta estratégica también, pero es importante reconocer en este momento que tenemos, si no me equivoco, una emisión programada para Colombia de 800 millones de dólares para este año y hasta ahora han emitido 500 millones. Eso significa que posiblemente si se presentan las mismas condiciones que hay ahora para Colombia, por lo que resta del año es muy posible que el costo baje. No digo más sobre las condiciones internacionales pero las necesidades no son tan grandes como para que los costos suban. La otra diferencia que también tendrá efecto sobre el mercado local, y una de las estadísticas más importantes que está experimentando el mercado es la de la tasa de cambio y la de crecimiento del país. Colombia así mismo ha cambiado de estrategia este año, pasando de una concentrada en el mercado local durante más de doce meses el año pasado a una estrategia tendiente a financiar el déficit concentrándose en el mercado externo. Yo creo que en el mediano plazo se van a percibir unos efectos positivos, en especial cuando el pasivo externo de las compañías colombianas ha disminuido significativamente durante los últimos seis meses. Y esto va a mejorar el entorno cuando la situación cambie durante los próximos meses en Colombia y el capital vuelva.

EL BANCO DE LA REPÚBLICA
Y LA SITUACIÓN ECONÓMICA:
ALGUNAS REFLEXIONES*

* *Los puntos de vista que se expresan en esta presentación, salvo referencias explícitas de documentos de la junta, no comprometen al banco o a su junta directiva.*

Roberto Junguito Bonnet*
Banco de la República

* *Miembro de la junta directiva del Banco de la República.*

Introducción

Segmentos influyentes de la opinión económica especializada han venido argumentando que la junta directiva del Banco de la República es responsable principal de la recesión económica que enfrenta el país ya que sus políticas han sido inadecuadas y que, a través exclusivamente de los instrumentos a cargo del banco, en particular de la política monetaria y cambiaria, se debe buscar la reactivación.

En el reciente informe de la junta directiva del banco al Congreso de la República, sometido a este organismo en el mes de marzo, se realiza un completo análisis de lo ocurrido en 1998 y se explican los motivos que respaldaron las políticas adoptadas. Algunas de las consideraciones allí esbozadas son las siguientes:

En 1998 la economía colombiana enfrentó serias dificultades, originadas por la presencia simultánea de desequilibrios internos y por la crisis financiera internacional.

Además, desde los primeros años de la década del noventa el sistema financiero venía registrando un deterioro paulatino en los indicadores de calidad de sus activos, debido en parte a una inadecuada evaluación del riesgo crediticio y al exceso de crecimiento de la cartera de la mayoría de las entidades del sector durante el auge de crédito del período 1991-1994.

Colombia, al igual que otros países del área, experimentó un incremento en las tasas de interés, una desaceleración del crecimiento del producto interno bruto y un incremento del desempleo en 1998.

Como resultado de las perturbaciones mencionadas se presentó también una fuerte presión sobre la tasa de cambio y las reservas internacionales, generándose así una reducción en el crecimiento del dinero base y una caída sustancial en el ahorro financiero del país, medido a través del agregado M3 más bonos.

La disminución notable de la liquidez en la economía terminó afectando directamente al sistema financiero –de por sí vulnerable– y a sus deudores, como se anotó con anterioridad.

Estas circunstancias, en particular la situación de la economía internacional, aceleraron la necesidad de emprender un ajuste macroeconómico y anticipar el anuncio de las metas previstas para 1999.

Parte integral de este programa fue el compromiso del ejecutivo de reducir el déficit fiscal, ajustando principalmente las finanzas del gobierno nacional central. Con este propósito presentó un proyecto de reforma tributaria que fue aprobado a fines de 1998; hizo recortes en el presupuesto general de la nación de 1998 y 1999 y obtuvo, por parte del Congreso, facultades para reestructurar algunas entidades del sector público.

En los primeros días de septiembre la junta directiva del emisor adoptó un programa macroeconómico, en el que se establecieron las metas de la política fiscal, monetaria y cambiaria hasta fines de 1999. Como parte de este paquete se decidió, por mayoría, desplazar la banda cambiaria nueve puntos hacia arriba, manteniendo su amplitud de 7% a partir del punto medio y su pendiente de 13%.

Durante el resto del año, a medida que el programa macroeconómico fue ganando credibilidad, los mercados monetarios y cambiarios se estabilizaron paulatinamente. A esto contribuyó la declaratoria de la emergencia económica en noviembre, mediante la cual se adoptaron medidas para fortalecer el sistema financiero.

Gracias a la mayor credibilidad de la política macroeconómica, la junta directiva pudo adoptar medidas para incrementar la liquidez de la economía, y reducir la volatilidad y el nivel de la tasa de interés interbancaria.

Desde mediados de septiembre volvió la calma al mercado cambiario, se detuvo la salida de reservas internacionales y se incrementó el suministro de liquidez al mercado financiero; en diciembre, las agencias evaluadoras de riesgo reconocieron la coherencia de las nuevas políticas monetarias, cambiarias y fiscales, y anunciaron que Colombia mantendrá el grado de inversión durante 1999.

Reflexiones sobre la recuperación económica

Consideraciones generales

La caída en la actividad productiva y la conveniencia de recuperar la actividad económica han sido, en ese orden, un problema y un objetivo en todos los países de América Latina. No es una problemática exclusivamente colombiana.

Así mismo, la recuperación de la actividad económica debe ser, fundamentalmente, consecuencia del programa de ajuste que se ha puesto en marcha y que, según la experiencia, toma algún tiempo en mostrar sus resultados.

La caída de la actividad económica por debajo de lo previsible no exige cambiar de rumbo en el manejo de la economía, como lo sugieren algunos; más bien lo que se requiere es mantener los programas en curso, particularmente en lo que se refiere a la reducción en las tasas de interés y, sobre todo, acelerar la puesta en marcha de los alivios al sector financiero por parte del Fogafin, todo ello en un ambiente de estabilidad monetaria y cambiaria.

Papel de la política monetaria

La política monetaria que orienta el Banco de la República tiene –y debe tener– como objetivo principal reducir la inflación, resultado que ha sido a todas luces satisfactorio.

En un marco de reducción de la inflación y de estabilidad cambiaria, la política monetaria en marcha se ha traducido y continuará mostrando bajas sostenidas en las tasas de interés, con lo cual se contribuye a reactivar la economía.

La política monetaria, incluyendo la baja de las tasas de interés, no es el único instrumento para recuperar la economía, como lo conciben algunos. Además, no debe caerse en la tentación de adelantar emisión monetaria para la refinanciación masiva de obligaciones crediticias privadas, pues este procedimiento tiene limitaciones constitucionales, establece incentivos perversos y, por su magnitud, podría desembocar en mayores desequilibrios, tales como pérdida de credibilidad e inestabilidad económica.

Fortalecimiento del sector financiero

Según la ley, las responsabilidades de dotar de liquidez a la economía y propender a la solvencia del sistema financiero recaen, respectivamente, en el Banco de la República y el gobierno (Superintendencia Bancaria, Ministerio de Hacienda y Fogafin).

Respecto a la liquidez cabe agregar que el propio comportamiento hacia la baja que han mostrado las tasas de interés refleja su restablecimiento. Según se ilustra en el informe de la junta al Congreso, y es de amplio conocimiento de los banqueros, se han adoptado múltiples modificaciones al esquema de acceso a recursos del banco central, incluso con posterioridad a las decisiones de la Corte Constitucional que dificultaron el funcionamiento del mercado interbancario.

En relación con temas de solvencia y apoyo al sector financiero considero oportuna y bien concebida la emergencia económica. Después de la indispensable revisión de la Corte resulta de extrema prioridad poner en marcha, cuanto antes, los apoyos previstos para la banca oficial y los sectores cooperativo y de financiamiento a la vivienda.

Con igual premura creo que debe implementarse el mecanismo para capitalizar las entidades financieras privadas que planteó el gobierno en reciente reunión de la Asobancaria, y diseñar los instrumentos para manejar

la cartera improductiva. Soy optimista de que los recursos complementarios para apoyar al sector financiero, solicitados al Banco Mundial, tendrán una rápida aprobación, ya que existe un buen programa macroeconómico y sectorial en marcha y así lo conciben los organismos multilaterales de crédito.

Juzgo de inmensa importancia diseñar una estrategia global para apoyar a las entidades financieras con dificultades, tema sobre el que se ha venido trabajando en un marco de coordinación entre todas las instituciones interesadas; cabe reconocer que, aunque informal, viene operando satisfactoriamente.

Política cambiaria

En reciente debate internacional sobre regímenes cambiarios, con ocasión de las reuniones del BID, un conocido economista del Departamento del Tesoro, Larry Summers, señaló que a su juicio no existía un esquema que se pudiera considerar «el mejor», y que se encontraban buenos y malos ejemplos de manejo cambiario tanto entre aquellos que utilizaban tasas fijas como entre los que usaban mayor libertad cambiaria.

Más importante aún, anotaba que de sus estudios había concluido que los casos de manejo cambiario exitosos tenían una característica particular: el debido cumplimiento de las autoridades con la sociedad en torno a la política y régimen cambiario que se había anunciado.

El régimen de banda cambiaria establecido en Colombia desde 1994 ha sido acertado, puesto que ha permitido manejar situaciones de abundancia y de escasez de divisas, y sortear tanto períodos de incertidumbre política como de turbulencia internacional. La estabilidad cambiaria de Colombia en los últimos meses, incluso en momentos de turbulencia en Brasil, es un indicativo de la coherencia del programa macroeconómico y la credibilidad de la banda.

En su reciente informe al Congreso la junta directiva del Banco de la República, presidida por el Ministro de Hacienda, expresó su confianza en la actual banda cambiaria y en los parámetros que la definen (pendiente y nivel), la cual fue reiterada unánimemente en pasada sesión de la corporación.

Colombia dispone no sólo de un nivel adecuado de reservas internacionales, sino que el gobierno ya tiene asegurados los recursos externos requeridos para financiar los faltantes de presupuesto, entre otras razones, porque ahora los países emergentes tienen más acceso a los recursos internacionales.

Papel de la política fiscal

La política fiscal puesta en marcha por el gobierno ha tenido como objetivo reducir el desequilibrio creciente en las cuentas del Estado elevando la tributación, recortando el gasto público y haciendo reformas estructurales en áreas problema como la seguridad social y las transferencias regionales.

Esta tarea de ajuste fiscal se dificulta especialmente en una coyuntura de desaceleración, por la incidencia de la actividad económica en los ingresos tributarios.

Aunque para muchos la política fiscal debería ser más expansiva en la coyuntura actual, mi visión y mi experiencia pasada como ministro de Hacienda me indican lo siguiente:

- El gobierno debe perseverar en el ajuste fiscal, especialmente en el estructural, así sea cierto que algunas de sus metas de reducción del déficit se vean postergadas por el impacto tributario de la situación económica.
- Puede ejecutarse un ajuste fiscal con impacto económico expansivo, pero lo esencial es reorientar el gasto público en favor de actividades con efectos positivos y rápidos sobre el empleo y la producción.
- En ese contexto, es imprescindible poner en marcha el plan de apoyo a la construcción de vivienda popular, el programa de rehabilitación de la zona cafetera víctima del terremoto y acelerar la inversión en infraestructura mediante el mecanismo de concesiones que, contablemente, no tiene impacto fiscal adverso.
- La reorientación del gasto público y la rápida puesta en marcha de los alivios a los deudores de upac, en un marco de adecuada liquidez en la

economía y baja en las tasas de interés, deberán servir de motor de la reactivación.

Por otra parte, considero que perseverar en el ajuste fiscal es indispensable, por varios motivos adicionales:

- Una política macroeconómica coherente exige la corrección del desequilibrio fiscal.
- El ajuste fiscal facilita la corrección del déficit externo y reduce las presiones hacia la revaluación.
- El ajuste fiscal permite trasladar más recursos al sector privado, que es la base de la reactivación.
- El ajuste fiscal incrementa la credibilidad de la política económica, especialmente ante los organismos multilaterales de crédito y las calificadoras de riesgo.

Conclusiones: ajuste, incertidumbre, expectativas y credibilidad

En mi opinión, las conclusiones centrales de este artículo son las siguientes:

- Si bien es cierto que la economía colombiana atraviesa por una situación excepcionalmente difícil, las autoridades económicas han venido adoptando políticas de ajuste adecuadas que han sido reconocidas como tales internacionalmente.
- En particular, las políticas monetaria y cambiaria, responsabilidad del Banco de la República, han sido bien orientadas, dado el marco de desequilibrios internos, turbulencia internacional e incertidumbre política en que se desarrolló la economía en 1998.
- Si se persiste con los programas económicos diseñados y se profundiza su puesta en marcha, la economía del país saldrá prontamente adelante.

- El fortalecimiento del sector financiero debe traducirse en una más rápida caída de las tasas de interés activas y en el restablecimiento del crédito lo cual contribuirá, sin duda, a la recuperación económica.

Adicionalmente, estoy convencido que la recuperación será más rápida si la sociedad refuerza su confianza y su esperanza en la política económica del país, para lo cual es indispensable:

- Que las políticas y las medidas para la recuperación de la economía estén acompañadas de un cambio en las expectativas frente al pesimismo generalizado imperante en Colombia.
- Que se reduzca la incertidumbre en que se desenvuelve la actividad económica, lo que puede lograrse haciendo más claras y transparentes las políticas de las autoridades, asegurando la debida ejecución de las políticas y señalando su compromiso de mantenerlas.
- Que, en fin, la política económica adquiera plena credibilidad. A ello contribuirá, sin duda, el esfuerzo que desarrollen los órganos de opinión para presentar la situación y las políticas de la manera más objetiva posible, así como las acciones que se lleven a cabo para evitar la politización, más allá de lo razonable, del debate económico en Colombia.

COMENTARIOS

Hernando José Gómez*
Presidente de Camacol

* Fue miembro de la junta directiva del Banco de la República, subdirector del Departamento Nacional de Planeación, asesor del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y de la Junta Monetaria. Experto en banca central y en organismos oficiales, con responsabilidad en programación macroeconómica, planes de estabilización de precios y políticas financiera y cafetera.

Todo lo que se hizo en años pasados, en términos de la política de estabilización, fue correcto en líneas generales.

La defensa de la banda cambiaria fue costosa, pero no había otra opción. La crisis internacional nos tomó en un momento en que la economía estaba particularmente debilitada en Colombia. Tanto el sector financiero como el sector real mostraban claros signos de deterioro. Llevábamos seis años de expansión fiscal continuada, en que el gobierno y en general todo el sector público venía aumentando muy rápidamente su participación en el producto interno bruto.

La alternativa era defender la banda con mil millones de dólares, con un aumento importante en las tasas de interés. Ya se logró reducir, en un período relativamente corto de ocho o nueve meses, a niveles bastante positivos y con una tendencia a bajar la inflación. Finalmente, todo esto muestra el éxito de la política, lo cual no significa que no haya sido costosa y que aún no suframos sus costos, sin embargo, dentro de las alternativas que tenía el país, fue la más acertada.

No todo fue perfecto. La forma como se ha hecho la defensa de la banda, o las intervenciones dentro de ella, no es transparente y nunca lo ha sido. Es algo que siempre dije en la junta del Banco de la República, porque pienso que la gran mayoría de las intervenciones intrabanda, del banco, deberían ser abiertas para mostrar claramente cuál es el mensaje que está dando el

emisor y qué cantidades está dispuesto a incluir. Si éstas hubieran sido abiertas, se habría podido controlar la incertidumbre de una manera mucho más económica.

Según la Constitución, la junta directiva del Banco de la República tiene como objetivo preservar el valor de la moneda, lo cual implica que la inflación esté, ojalá, en estándares internacionales; sin embargo, en muchas oportunidades se miraba en forma muy limitada. En una crisis, como la que ocurrió, el banco no puede quedarse cruzado de brazos viendo que todo el sistema financiero se derrumba, o que el sistema de pagos se viene abajo, o que hay una crisis cambiaria. Eso no ha sido así.

Toda la discusión sobre si el banco sólo debe intervenir en las operaciones de liquidez y si los problemas de solvencia deben estar exclusivamente a cargo del gobierno se vuelve pura teoría cuando se llega a una crisis sistémica como la que estuvimos a punto de sufrir el año pasado. Porque cuando la hay, aquí o en cualquier parte del mundo, es un problema que deben solucionar tanto el gobierno, como el banco central. Todo esto tal vez se habría podido realizar antes si hubiera habido suficiente claridad dentro del banco, de su responsabilidad sobre la salud del sistema financiero y no solamente sobre la liquidez temporal.

El impuesto del dos por mil a las transacciones cambiarias fue muy útil porque:

- Estabilizó el sistema cambiario.
- Evita una volatilidad que muchas veces es producida por un juego de ping pong de un par de tesoreros, de tres millones de dólares que van y vienen y que, además, generan unas angustias y unas necesidades de hacer operaciones para subir y bajar la tasa y así cuadrar balances. Esto no lo puedo probar pero se ve.

Todas esas cosas demuestran que un pequeño impuesto de 1×10.000 en el mercado cambiario es útil y cumple un papel importante de estabilización, además de que evita especulaciones socialmente no productivas. Ojalá dentro de las decisiones que se tomen finalmente en esa materia, se mantenga.

Todo el mundo dice que la inflación bajó simplemente por la recesión, pero lo hizo en el largo plazo. Cuando uno toma la inflación básica es muy probable que la básica y la total sean del 1% a finales de abril. Creo que la inflación total queda por debajo del 12% anualizado; es decir, los doce meses por debajo de esta cifra. Valdría la pena que la junta del banco considerara reducir su meta de inflación para este año.

Uno de los grandes costos que debe pagar el sector real en los procesos de reducción de la inflación es que nunca sabemos cuándo se van a elevar las tasas de interés porque el banco central piensa que no está ganándole la batalla a la inflación, ignora qué impuesto le va a poner al endeudamiento externo, etc. Todo eso genera mucha incertidumbre, pero si aprovechamos el tiempo, tal vez para el año 2000 podríamos llegar a una meta de un dígito. Quizás podríamos terminar con niveles de 12 o 12,5% de inflación y tener una meta del 9% para el 2000, que nos dejaría en una mejor situación y daría una señal muy contundente, a nivel internacional, sobre el éxito del programa de estabilización en Colombia.

Uno de los aspectos que más nos preocupan en el sector real es la recuperación del sector financiero. La tasa de crecimiento de la cartera anualizada está alrededor del 5%, lo que muestra que la contracción de recursos para el sector real ha sido dramática. Evidentemente hay un deterioro patrimonial muy importante en el sector financiero y en muchas empresas del sector real, y en eso se necesita la mano del gobierno y del banco central.

Si no se consiguen los recursos necesarios para el fortalecimiento patrimonial, si no se logra que el sector financiero le pierda el miedo al sector real y empiece a comprarle títulos del gobierno –que es otra vez abrir lenta pero en forma segura el acceso al crédito del sector real–, la recuperación de la economía va a demorarse mucho más de lo que todos prevemos.

La reducción de las tasas de interés se ve como condición suficiente para una recuperación de la economía antes del año 2000; de eso no nos debe quedar la menor duda, y la verdad es que si no hay un liderazgo tanto del banco como del gobierno, en las materias que ya mencioné, vamos a tener serias dificultades y a ver mucha gente quebrada en el sector real en lo que resta del año.

Otro aspecto importante es incentivar la transformación de plazos: el crédito está absolutamente caído, tanto a mediano como a largo plazos, y esto representa un gran peligro para los sectores constructor e hipotecario. Hay que empezar otra vez a hacer atractivo al sector financiero, incentivarlo para que realice transformación de plazos. Varias cosas he mencionado al respecto: que aquella entidad haga transformación de plazos, que preste un porcentaje mínimo de sus nuevos créditos a más de tres años, que no deba hacer inversiones en Finagro o que tenga una facilidad de liquidez en el Banco de la República que sea mayor de un mes.

Tradicionalmente, los cupos de liquidez del emisor han sido muy restringidos. Son recursos para cubrir problemas de tesorería de corto plazo, pero para cubrir crisis de liquidez –que pueden durar más de un mes– todavía falta hilar bastante en esa materia para que el banco tenga una facilidad de liquidez de por lo menos 90 días para las entidades financieras que hacen transformación de plazo. Esto estabilizaría mucho más el flujo de recursos del mediano y largo plazos.

Algo positivo para la recuperación de la economía es la baja de las tasas de interés, que de seguro ubicará en 19 o 20% la DTF; además muy probablemente habrá en el segundo semestre, un exceso de oferta de divisas. Todo lo que hemos visto en estos días es producto de las declaraciones gubernamentales, pues lo que uno puede prever es que con las privatizaciones y la descapitalización de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá, y la caída dramática de las importaciones va a presentarse un exceso de oferta de divisas y una tendencia revaluacionista.

Estoy de acuerdo con Juan José Echavarría en que sería muy grave una revaluación real en este período, ya que la verdad es que necesitamos seguir fomentando nuestra actividad exportadora, pero no comparto su tesis de que hay que fomentar una devaluación nominal porque no creo mucho en la bondad de esta medida.

Con todo, pienso que no vale la pena perder el terreno recorrido. En esa materia el Banco de la República podría comprar US\$500 millones en 1999, porque realmente existen esos excesos de reservas y los compran, y anunciar al mercado que va a adquirir US\$80 millones mensuales a partir de agosto y acumularlos. Todo el mundo vería bien que recuperáramos US\$9

mil millones de reservas internacionales. Eso nos garantizaría la cercanía al centro del corredor cambiario, que es un punto medio donde todo el mundo se siente más o menos confortable.

Hay varios elementos que van a demorar la recuperación, a pesar de las bajas de interés y la estabilidad del mercado cambiario:

- Los salarios reales en Colombia han mostrado ser mucho menos flexibles de lo que pensábamos. Están absolutamente pegados. Las cifras disponibles del Dane, en industria, muestran que por lo menos hasta diciembre del año pasado no había ninguna tendencia a reducir los salarios reales.
- La ausencia de fuentes para fortalecerse patrimonialmente y la demora en empezar de nuevo un proceso de otorgamiento de crédito.
- Las crisis de los países vecinos.
- La imposibilidad que tiene el gobierno nacional de incrementar el gasto público.

El gobierno no puede ser un instrumento jalonador en este momento, pues el peor error que puede cometer es comenzar a gastar otra vez sin medida, botar por la borda el ajuste fiscal parcial, porque rápidamente empezaría a requerir mayores colocaciones, deuda interna y externa, con todos los efectos negativos que esto tendría sobre la parte de tasas de interés y tasas de cambio; además, les mandaría un mensaje claro a todos los agentes económicos, sobre la próxima necesidad de otra reforma tributaria. Creo que en esta materia el gobierno no puede volverse el agente dinamizador de la economía.

Así las cosas, si no hay comunicaciones, ni petróleo, ni ningún sector que pueda dinamizar la economía en el corto plazo, solamente dos aspectos nos pueden jalonar:

- La ejecución del plan de desarrollo de Bogotá. Afortunadamente ya se está destrabando en las agencias de control del Estado el proceso de reducción de capital de la Empresa de Energía, con el fin de que Bogotá empiece a ejecutar.

En Camacol estamos haciendo un estudio para el Distrito y allí mostramos que si en 1998 se hubiera ejecutado el plan de desarrollo se habrían generado 170 mil empleos nuevos en Bogotá y 250 mil a nivel nacional, reduciendo así en dos o tres puntos la tasa de desempleo a nivel nacional.

- Empezar a ejecutar los \$700 mil millones de Armenia, que también van a generar una actividad económica importante.

Esos dos elementos son la única esperanza en el corto plazo. Obviamente tienen un componente de construcción muy importante, que crea grandes expectativas al respecto; infortunadamente pienso que si bien en este semestre estamos en el proceso de tocar fondo, la recuperación de la economía en forma no se verá antes del año 2000 y va a depender de que podamos resolver algunos de los factores mencionados con anterioridad.

EL EURO Y EL DESARROLLO
DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Felipe Illanes*
*Vicepresidente del ABN Amro Bank
de Nueva York*

* Especialista en estrategias de deuda pública de los gobiernos latinoamericanos en el ABN Amro Bank de Nueva York, donde ha elaborado estrategias de inversión. Trabajó como vicepresidente de deuda pública en Nueva York y como investigador de la división de Latinoamérica en el Banco Mundial. Obtuvo el segundo lugar en investigaciones sobre deuda pública en *Latin Finance* en 1998. Conoce ampliamente los mercados de deuda pública de Brasil, México, Perú y Colombia. Obtuvo su grado de economía en Georgetown University y el doctorado en economía de la Universidad de Nueva York.

Este artículo se basa en los detalles de la implementación del euro, que ya es una realidad, y la experiencia reciente, para finalizar haciendo algunos comentarios sobre las posibles implicaciones que tiene para América Latina el surgimiento de esta moneda. La verdad es que aun para Europa, las implicaciones del euro son bastante inciertas porque está todavía en su fase embrionaria y hay muchas dudas en la parte operativa de la misma. También a nivel global hay incertidumbres sobre cómo se puede traducir su credibilidad en el futuro.

Desde nuestro punto de vista, el futuro para el euro se basa en la respuesta a dos preguntas fundamentales:

¿Hasta qué punto el euro realmente va a ser un desafío para el dólar como moneda internacional? ¿La introducción del euro como moneda de un gran bloque sí le dará más estabilidad al sistema monetario internacional?

Significado del euro

El euro es una moneda en común que remplazará las monedas nacionales. Además sustituye al ecu, que era una unidad nominal. Con ella se da un mercado único de capitales y de dinero, que se caracteriza por la convergencia de las tasas de interés puesto que la moneda va a ser común para los países de la Unión Europea. Las cuentas, en general, ya están denominán-

dose en euros, pese a que aún no está circulando como moneda legal en estas economías; sin embargo, las compañías ya facturan, pagan, reciben y reportan esta unidad.

Dónde estamos y hacia dónde vamos

El 1º de enero de 1999 el euro se transformó en moneda en el bloque europeo; situación que aún no conlleva la circulación de billetes, que sólo se hará en el año 2002; no obstante, para todos los demás fines prácticos el euro ya es la moneda del bloque.

En esta fase intermedia no hay ni coacción ni prohibición. Eso significa que hoy en día cualquier compañía puede hacer sus transacciones en euro o no. Quien elige pasarse al euro y ve que su experiencia no es positiva, no tiene ningún problema para volver a la moneda común de transacción. Con todo, esta regla cambia cuando se llegue a julio del 2002, fecha en que saldrán los billetes del euro y se transformará en la moneda legal. Ya en ese momento no habrá otra opción.

Países que están en el bloque del euro

El bloque lo componen once países, pero si todo continúa según calendario, va a terminar con 21 países, grupo importante dentro de la economía global.

Para tener una idea de su magnitud observamos los tamaños relativos de los mercados:

- En términos de población es muy parecido a Estados Unidos.
- En términos de producto, están denominados en ecu, pero hablemos en dólares, que puede resultar más familiar por lo que el euro aún no está muy establecido:
 - La región Emu 11 representa más o menos seis trillones de dólares en producto.

- Estados Unidos representa 7,4
- Japón, alrededor de 4.

La participación en el comercio internacional es bastante parecida entre los once países del EMU y Estados Unidos, (18%), así como también la apertura de las economías al comercio internacional, que en alguna medida es el potencial que tiene para nosotros (23%) (cuadro 1).

Cuadro 1
Cómo comparar a Eurolandia

	Población (millones)	PIB bill. ECU	Participación en el comercio mundial (%)	Grado de apertura económica (%)
EMU-11	290	5.546	18,9	22,5
EE.UU.	267	6.848	18.3	23,1
Japón	126	3.712	10,3	na

Fuente: FMI, OECD, Unctad, Banco Mundial.

Condiciones de participación

En el grupo inicial participaron aquellas economías que llenaron los siguientes requisitos, establecidos en el Acuerdo de Maastricht:

- Tasas de inflación bajas
- Tasas de cambio estables
- Convergencia de tasas de interés
- Nivel sostenido de deuda estatal.

Esto sirvió como un primer paso y deja abiertas algunas incógnitas sobre los criterios que se seguirán dentro del grupo en un futuro.

Implicaciones estratégicas

Una de las implicaciones más importantes es que al dejar de tener denominaciones de precios en diferentes monedas se generará una transparencia que armonizará los precios a través de las economías. Gracias a esto los productores de bajo costo tendrán ventajas competitivas, al tiempo que la atención se enfocará al servicio y a la satisfacción de cliente.

Así mismo, se reducirán barreras a entrada, para empezar, la eliminación del riesgo cambiario es un importante aliciente para la inversión, lo cual lleva a redefinir la segmentación y distribución del mercado. Se van a dar economías de escala y el hecho de que ya las compañías tienen que informar en euro es otro incentivo para minimizar costos y pasarse a una moneda común.

Igualmente, se replantearán las relaciones bancarias en muchas de estas economías que eran relativamente cerradas. Los bancos tenían mercados bastante cautivos y ahora habrá mucha competencia entre ellos. Dentro de ese contexto algunos bancos van a desaparecer y otros a trabajar con bancos regionales, transfigurando así la economía regional.

Si estuviéramos en Europa y quisiéramos saber a dónde ir a comprar una botella de Coca-Cola es evidente que España es el lugar indicado. Esto será un elemento fundamental para las compañías que se sentirán presionadas no sólo a bajar sus costos sino también a aumentar la calidad (cuadro 2).

¿Cómo se ha manifestado el proceso de fusión y adquisiciones de que hablamos anteriormente, para revisar economías de escala y aprovechar algunas de las implicaciones del euro?

En 1997 saltó de US\$261 a US\$384 billones, comparado con Estados Unidos, que fue de US\$859 billones; sólo en el sector financiero estas operaciones fueron de US\$40 billones. En el primer semestre de 1998, anticipándose al euro, saltó a US\$203 billones, acelerando bastante el proceso de integración y fusiones. Hay que entender, sin embargo, que esto no se le puede atribuir completamente al euro; sí es un elemento importante, pero si se analiza que en Estados Unidos el volumen de fusiones y adqui-

Cuadro 2

Impacto de la transparencia de precios

Coca-Cola 1,5 litros	Precio en local ccy	Precio en euro
Bélgica	BEF 48	1,22
Francia	FRF 6,5	1,02
Alemania	DEM 3,02	1,57
Irlanda	IEP 0,93	1,19
Italia	ITL 2.460	1,29
Portugal	PTE 199	1,02
España	ESP 125	0,77
Reino Unido	GBP 1,09	1,36

siciones también es muy alto, se entiende que está más vinculado a elementos de largo plazo, como globalización, desarrollos tecnológicos y desregulación.

El tiempo de conversión de la tasa y del uso del euro en particular para una compañía prototípica europea depende de varios factores:

- Qué hace la competencia
- El cambio de milenio
- El costo de la duplicidad en la contabilidad
- Experiencias de los primeros en adoptar el cambio

Consideraciones para una conversión temprana

Existen varias razones para hacer una conversión de este tipo pero, sin duda, las más importantes son mantener un gran volumen de comercio con los países del EMU, al igual que distribuir, producir y vender en estas naciones. Esto genera una ventaja competitiva, los clientes valoran el hecho de que yo tengo presencia en otras economías y que denomino todas

mis transacciones en euro; además habrá menos monedas para procesar y se estandarizarán la contabilidad y el control para compañías internacionales.

Segmentos del mercado en términos de tesorería

En el proceso de convergencia de tasas hay una cierta segmentación. En el corto plazo las tasas han convergido porque es una realidad que el euro ya existe, pero en cambio las tasas de largo plazo todavía no lo han hecho a causa de las posiciones de largo plazo fiscales entre las diferentes economías de Europa, que sugieren que todavía es necesario un grado de armonización más alto del que se ha alcanzado (gráfico 1).

La situación con que se empezó fue la siguiente:

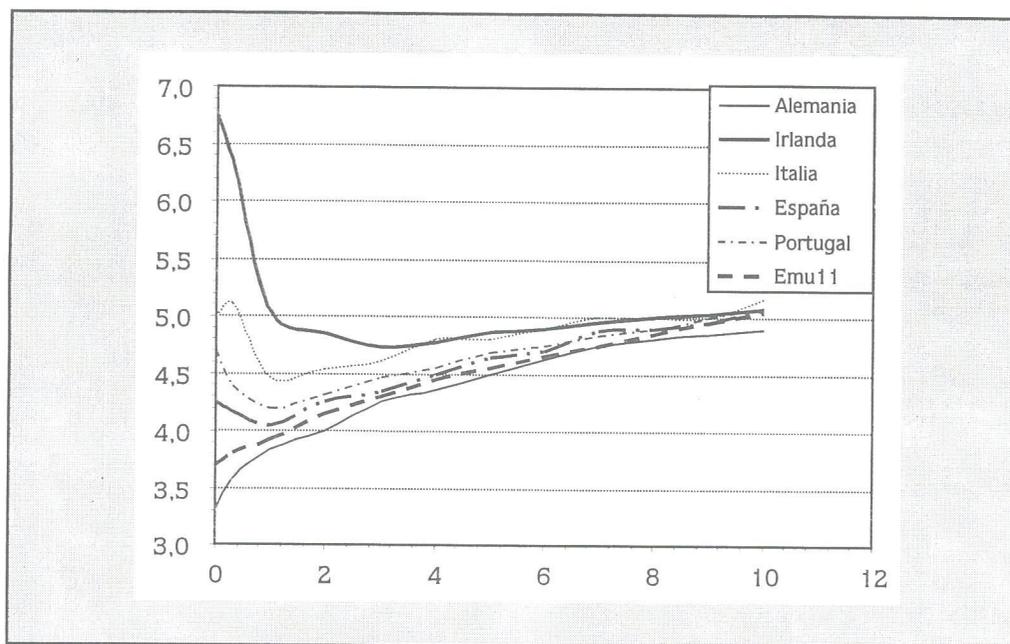
El 1º de enero se fijaron los *fix* de las tasas de cambio del euro en relación con las monedas miembros del grupo de los EMU11. Fueron tipos de cambio promedio para evitar especulación a medida que se acercaba la fecha del lanzamiento del euro. Lo importante es entender que estas tasas son permanentes, se fijaron y no van a cambiar nunca. Eso no quita que con respecto a otras monedas puedan debilitarse, por ejemplo, con el dólar o el yen, monedas que están fuera del bloque.

Implicaciones para el mercado de cambio

Esto tiene diversos efectos para el mercado de cambio, tales como un menor volumen de transacciones bilaterales entre países miembros, lo que para los bancos significa menos utilidades en *trading* dentro del grupo; así mismo, un número reducido de monedas transadas, disminución en el volumen global de operaciones, y una opción como unidad de reserva para las bancas centrales del mundo.

De acuerdo con lo visto anteriormente es claro que el euro tendrá un mayor papel en los mercados financieros y que representará un producto bastante grande de la economía global; con todo, su futuro es incierto debido a una

Gráfico 1
Convergencia de las tasas de interés



serie de elementos que tendrán que establecerse a través del tiempo por la falta de un antecedente histórico que sirva como referencia.

Ese proceso de credibilidad lo determinará la operación de su banco central. Recientemente hemos visto la primera acción del Banco Central Europeo (BCE) en un momento de conflicto: cortaron 50 puntos base la tasa referencia en un momento en que había conflicto dentro del grupo Alemania-Francia, que están en un proceso de desaceleración económica, y los países como España, por ejemplo, que tienen un proceso de crecimiento bastante más acelerado.

En mi opinión el euro va a ser una moneda fuerte, que representa un bloque sustancial; adicionalmente hay razones para pensar que el comercio con euro aumentará, pues esta moneda debería representar economías de escala y de ganancias de productividad, lo que sugiere que el crecimiento a largo plazo de Europa se incrementará. Y además, el euro debe ser una moneda fuerte de inversión.

Pero tal vez es interesante pensar y tener una idea de cuándo y cómo se puede manifestar esto.

En el momento de su lanzamiento se fijó en US\$1,15 por euro. Las primeras semanas en que empezó a transarse se fortaleció bastante en medio de la euforia de que todo el proceso había sido más simple y exitoso de lo que se pensaba. En este momento el euro está a US\$1,07, es decir, ha perdido mucho valor desde las primeras semanas de enero.

Sin embargo, hay que entender que existen elementos puntuales que están ejerciendo presión:

- La turbulencia financiera que siguió a la devaluación del real en Brasil el 12 de enero, sólo diez días después de la introducción del euro.
- Una guerra en medio de Europa, cuyas implicaciones no son muy claras, solo el *Dow* americano ignora esto, pero las monedas europeas no se pueden dar ese lujo.

El punto de vista de las oficinas de ABN Amro Bank en Europa es que el euro va a terminar el año a US\$1,14, es decir, que va a crecer 6%, desde ahora hasta el final debido principalmente al tipo de cambio. La economía norteamericana está creciendo al 3,6%, que es una tasa elevadísima para los niveles americanos, y cada vez se está manifestando más en un déficit de cuenta corriente. En algún momento va a necesitar de que el dólar refleje esto, y cuando eso ocurra el proceso de fortalecimiento del euro va a empezar. No sabemos qué sucederá en Kosovo, pero asumiendo que será un conflicto de una duración limitada, esa debería ser la tendencia.

En el mercado de cambio existen varios productos tales como las monedas nacionales, el mercado de cambio en *spot*, *forward*, futuros y opciones; ya se establecieron los sistemas de *trading* en línea. En euros también ya están los certificados de depósito, créditos, papel comercial, notas a mediano plazo, préstamos en diferentes monedas, deuda pública –en su mayoría todavía en los gobiernos del bloque– y mercados de acciones.

Tasas de referencia

1. La euribor, que es la tasa interbancaria. Tiene 58 hacedores de mercado *market makers* y se publica diariamente en Bruselas.
2. Existe también el índice promedio de tasas, que es el indicador de la tasa doméstica de referencia.

Conclusiones

Es difícil saber hacia dónde va el euro por la falta de precedente histórico, todo depende de la dirección que tome en los próximos años. No obstante, se mantienen algunos riesgos:

- Qué tipo de credibilidad, como autoridad monetaria, va a desarrollar a través del tiempo.
- En relación con Maastricht no hay cláusulas de escape, si es que alguna de estas economías empieza a generar un déficit fiscal más alto que las otras.
- La tendencia natural sería sospechar que el euro se tendría que debilitar, pero no hay reglas claras de cómo operaría el mecanismo si alguno de ellos se sale de la línea.

Volumen del mercado de capitales

El mercado americano mueve cerca de US\$9,6 trillones, el japonés US\$3,66 trillones y el euro alrededor de US\$6 trillones, es decir, dos tercios del mercado americano.

La diferencia fundamental radica en el mercado de corporativos en Europa. Aquí ha sido inexistente hasta ahora, pero pensamos que con el euro va a cambiar radicalmente frente a la situación en Estados Unidos, donde deja un mercado muy activo de las compañías en renta fija.

Hay un elemento interesante, pese a que su tamaño es relativamente pequeño, comparado con el mercado americano. En los últimos dos años las entradas de recursos a fondos de inversión de renta fija en Europa han sido casi el doble que en Estados Unidos; en particular, en 1998 llegaron a estos fondos de inversionistas institucionales US\$66 billones y sólo en los cuatro países del bloque del euro entraron 120. Esto sugiere que los mercados están anticipándose a algo que será muy dinámico en el mercado del euro, que es el mercado corporativo.

El proceso en el campo de la deuda se caracterizó por la armonización de las tasas de interés, elemento importante que muestra que no han convergido en la parte larga de la curva. A medida que uno deja de emitir en mercados cautivos –como lo hacía Luxemburgo, en tamaños muy pequeños– se hace necesario generar emisiones considerablemente más grandes.

Lo positivo es que con un mayor tamaño va a tener más liquidez y la volatilidad de estos mercados seguramente será más baja de lo que eran a nivel nacional, en forma independiente.

En la actualidad, el 99% de la deuda gubernamental se redenominó en euros; para fines prácticos ya está totalmente convertida, adicionalmente ya se comenzó a demandar renta fija denominada en euros, como elemento de reserva.

De acuerdo con la experiencia más reciente, los mercados europeos respondieron positivamente; los precios de los activos subieron mucho gracias al proceso de redenominación. El 6 de enero, sólo cinco días después de completar la fecha clave, Alemania salió con una emisión de US\$7,3 billones a diez años, tuvo que pagar sólo 3,71% y estuvo tres veces sobredemandada la emisión.

Le siguen inmediatamente después Francia y España con emisiones de US\$9,5 billones y hasta ahora llevamos US\$40 billones colocados desde enero. Hay un gran interés, no sólo en el mercado de Europa sino también en el Lejano Oriente, que obviamente tiene problemas para obtener cualquier tipo de rendimiento en sus activos, debido a la coyuntura actual.

En este momento hay gran competencia entre los emisores para establecer *benchmarks*, pero ya se ha definido cuál va a ser el índice para este mercado.

Implicaciones para los inversionistas institucionales

En primer término, han desaparecido barreras regulatorias locales que obligaban a buscar las posibilidades de inversión solamente dentro de la economía nacional; lo interesante es que la deuda de cualquiera de estos países se volvió deuda doméstica. Esto incrementará la competencia entre los fondos europeos, liberando así recursos para el sector corporativo.

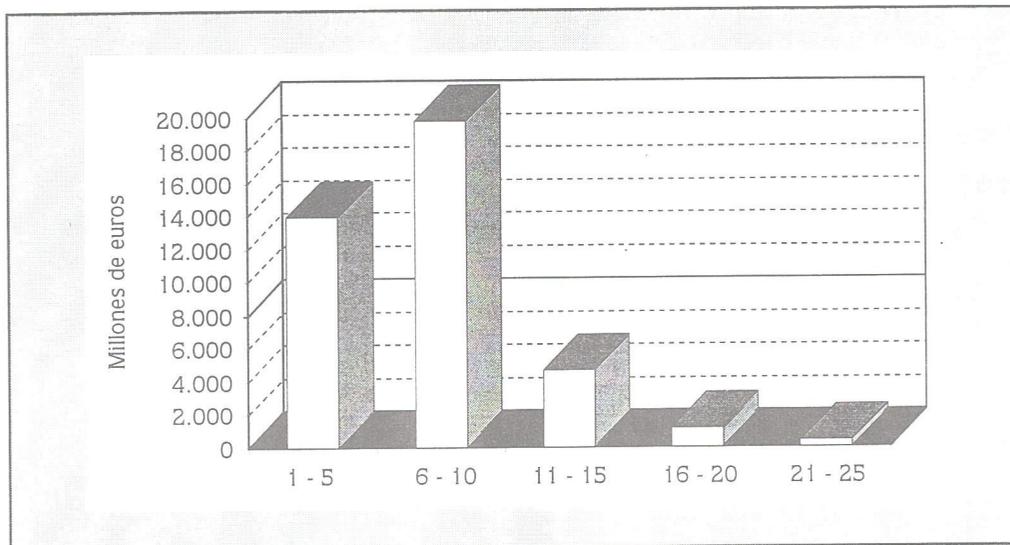
Hay una gran presión por posiciones demográficas en Europa y por un problema estructural del desempleo, para obtener rendimientos más altos de los que se han obtenido hasta ahora. Así que ese va a ser otro elemento para que la deuda corporativa sea muy atractiva para ellos.

En la primera fase hemos visto que algunos de los países que están fuera del bloque, por ejemplo Suiza, Reino Unido y el Lejano Oriente han sido importantes fuentes de demanda, fuentes de inversión. También está el grupo de los llamados «euroescépticos», aquellos países que no confiaban mucho en que esto se iba a llevar a cabo y que ahora pretenden ingresar en el bloque.

Volviendo al tema de los emisores corporativos, si se hacen menos emisiones gubernamentales habrá un aumento de competitividad de emisores americanos en el mercado europeo. A su vez esto va a llevar a una sofisticación de los inversionistas europeos, que no están acostumbrados a hacer análisis de crédito. Antes compraban simplemente la deuda del gobierno, sacaban su cupón y estaban listos. A medida que esa capacidad se vaya incrementando, va a desarrollar aún más el mercado corporativo, creando un mayor número de oportunidades de negocios estructurados específicos. Además, la globalización de los inversionistas europeos abrirá posibilidades para que se fondeen otras compañías y otros gobiernos dentro del bloque europeo.

Un elemento muy dominante en los dos últimos años fue tomar la deuda italiana, por ejemplo, que tenía rendimientos mucho más altos que la alemana y hacer el juego a la convergencia. Esa parte se ha terminado. Sólo quedan la segunda y tercera fases como posibles fuentes atractivas. Este será un elemento que va a llevar a que se busquen créditos alternativos (gráfico 2).

Gráfico 2
Experiencia reciente: preferencia por 2-10 años



Significado del euro para América Latina

Todavía hay fuertes dudas sobre el futuro de esta moneda, incluso para Europa. A un segundo nivel habría que preguntarse qué hay en el ámbito global, finalmente, revisar qué pasa con las economías emergentes, para América Latina en particular.

Si efectivamente el sistema monetario internacional se transforma en un ambiente más estable, dada la incorporación del euro, pensamos que el ciclo económico de las economías industrializadas tenderá a atenuarse. Esto es importante porque las tasas de interés y los *commodities* van a tener menos oscilaciones que en el pasado. Los dos, independiente o simultáneamente, han sido elementos fundamentales de crisis de deuda externa para América Latina en casi todo este siglo. Así que cualquier elemento que contribuya a disminuir esas oscilaciones debe ser muy positivo para América Latina.

Por otra parte, el euro ganará espacio frente al dólar, pero éste seguirá siendo la moneda dominante. El hecho de que pueda llegar a representar el

30% de transacciones globalmente tiene algunas repercusiones en América Latina.

Puede ser prudente que economías latinoamericanas no fijen su tipo de cambio en relación con el dólar sino que lo hagan en una canasta que por lo menos incluya al euro, posiblemente vinculada al volumen de comercio internacional. Pero está claro que será una realidad que no se podrá ignorar, en especial si se quiere evitar el posible proceso de apreciación con el dólar, que lo pueda poner fuera de ese mercado potencialmente.

De una manera relacionada está la implicación para manejo de activos y pasivos a nivel de soberano y particular. En Europa tal proceso de caída de tasas de interés por la convergencia y la demanda que sale en Europa por rendimiento significa que el papel de los países emergentes puede ser muy atractivo para este mercado: una fuente nueva de fondeo que además diversifica el riesgo de moneda.

Se requerirá que los pasivos se denominen en euro, ya que se usará más ese mercado como fondeo; es decir, se necesitará tener reservas en euro para el balance de activos y pasivos. Igualmente, el facturamiento en euro llevará a la necesidad de desarrollar capacidad de pagos y recibos en esta moneda. Las compañías que tienen presencia internacional deberán desarrollar esa capacidad hacia adelante.

Por otra parte, habrá menos volumen de préstamos directos a las compañías europeas, ya que éstas se van a financiar a través de deudas que busquen en otros mercados en los que pueden seguir haciendo préstamos y que, en algún grado, las economías latinoamericanas se puedan beneficiar por esa necesidad de encontrar nuevos mercados.

DE LAS MEJORES PRÁCTICAS
EN LOS MERCADOS DE VALORES

Jorge Hernán Jaramillo Ossa*
Gerente general de Deceval

* Ha sido subgerente de operaciones e informática del Depósito Centralizado de Valores de Colombia; subdirector técnico del departamento de fiduciaria y valores del Banco de la República; encargado del proyecto de creación del DCV Sebra; consultor senior, con especialidad en sistemas electrónicos de negociación y custodia de valores; subdirector de normalización de activos del Banco del Comercio.

Cada vez es más evidente la necesidad de responder a la globalización de los mercados, y esta urgencia nos impone estándares que permitan que nuestro mercado de valores pueda «ranquearse» de una manera diferente de como la percibimos hoy.

Esta presentación reúne una serie de documentos que se refieren a las mejores prácticas de compensación y liquidación emitidas por distintos organismos. Los entes que vamos a analizar pertenecen al denominado «Grupo de los 30», una asociación privada que estudió todas las incidencias de los mercados de valores y estableció nueve estándares básicos que debe tener todo mercado. Igualmente, estudiaremos las recomendaciones que hicieron las comisiones nacionales de valores de muchos países en un seminario en torno al tema de qué deberían tener los mercados de valores.

En 1995 se reúne la Asociación Internacional de Administradores de Valores y emite doce recomendaciones, que son las que hoy miden el avance de los mercados emergentes. La Federación Iberoamericana y la Federación Internacional de Bolsas de Valores ya las estudiaron y las ratificaron para implementarlas en los mercados. Con base en esos seis diferentes informes miraremos cómo está Colombia frente a esas recomendaciones y cuál debería ser el camino para poder aplicarlas en nuestro medio.

Analizaremos, entonces, cuáles son las partes de un proceso de compensación y liquidación; las recomendaciones del Grupo de los 30, de IOS, de ISA

y de las federaciones de las bolsas de valores para llegar finalmente a una revisión muy rápida del nivel en el que está nuestro país frente a esas recomendaciones.

- Recomendaciones del Grupo de los 30, ISA, Iosco y las federaciones de bolsas de valores.
- Situación de Colombia frente a las recomendaciones.
- Partes «núcleo» de un proceso de compensación y liquidación.

Flujo de una transacción de valores

Es un ciclo que se repite a diario, pero cuando se piensa sobre ese flujo, incluso en un país que está en crisis, es necesario analizarlo en torno a los riesgos del mercado.

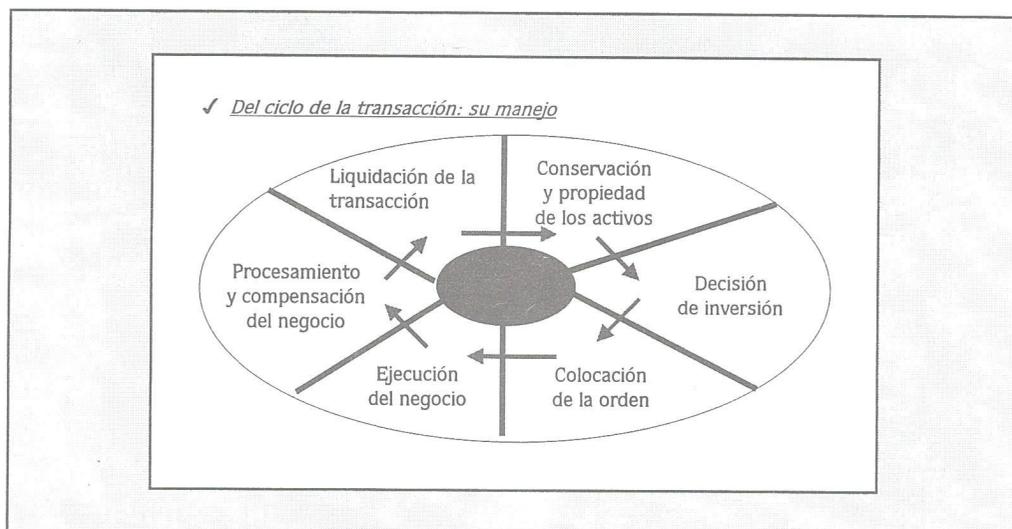
El ciclo se inicia en la conservación y propiedad de los activos —es el manejo de portafolio lo que hoy nos hace tener títulos valores para ser un medio de inversión— y termina en la liquidación de una transacción de valores. Esta perspectiva comprende el punto de vista del inversionista (gráfico 1):

La conservación de los activos se relaciona con todos los procesos necesarios para llevar a cabo el mantenimiento o la tenencia de activos financieros. De esta tenencia y de las oportunidades de negocio nacen las decisiones de inversión: cómo colocar esos activos o rotarlos apropiadamente para que produzcan riqueza.

Las decisiones de inversión se relacionan con el seguimiento de mercado, las tasas y los plazos. Una vez que éstas se toman se llevan al mercado y se coloca la orden para que alguien la ejecute, o se lleva a cabo directamente. En esta colocación participan agentes que miran lo razonable y seguro de la transmisión de la información.

Una vez colocada la orden, continúa el proceso de ejecución del negocio que consiste en dar la instrucción efectiva de qué comprar, qué activo, en qué mercado y a qué plazo. Cuando se ha decidido efectuar el negocio vienen los

Gráfico 1 Ciclo de la transacción. Perspectiva del inversor



Fuente: Informe FIBV, mejores prácticas de compensación y liquidación, 1996.

procesos más críticos que se realizan hoy en día en todos los mercados de valores: el proceso de compensación y de liquidación del mismo. El de compensación es un proceso en el cual se establecen las obligaciones de las partes y el de liquidación se da cuando éstas cumplen el negocio.

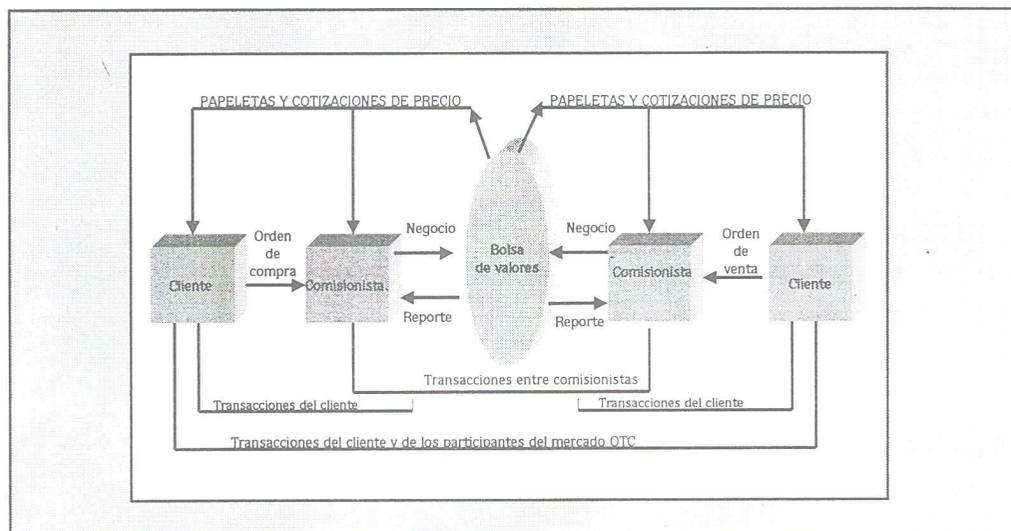
Los estándares internacionales indican que para este flujo debe darse una serie de medidas básicas que garanticen la seguridad, la eficiencia y el bajo costo de los procesos.

Proceso de ejecución de la orden

Aquí está el ambiente de lo que refleja el mercado. Faltan agentes, pero en principio se ve el proceso de ejecución de transacciones (gráfico 2).

En los dos extremos están los clientes: el que imparte órdenes de compra y órdenes de venta; firmas comisionistas y una central de compensación o central de negocios. En este caso la central de negocios es la bolsa de valores. Hay unos flujos continuos que representan transacciones realiza-

Gráfico 2 Proceso de ejecución de transacciones



Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

das directamente entre agentes y transacciones entre clientes y firmas comisionistas.

Este movimiento comprende el flujo mínimo de información que hoy sucede en las operaciones de un mercado.

Hay operaciones específicas entre clientes. Se habla de clientes OTC, mercado de intermediarios o mercado de instituciones financieras donde se realizan negocios. Todas estas transacciones deben ir a sistemas donde el detalle de las mismas sea comparable y explícito para cada una de las partes.

También se encuentran procesos que se suceden entre firmas comisionistas y entre clientes y firmas comisionistas. El flujo comprende órdenes de compra y de venta que se ubican en una central de compensación o bolsa de valores. El negocio se cierra y el informe sale a cada una de esas partes.

El proceso de ejecución termina siempre con un anuncio final al cliente y al comisionista sobre la ejecución de la transacción.

En los sistemas de compensación de valores –se observa en una teoría que está surgiendo y que se llama «teoría del procesamiento continuo de transacciones»–, cuando el cliente decide la colocación de una orden de compra todas las partes involucradas en el negocio deberían recibir simultáneamente la misma información.

Si se compra un CDT expedido por Bancolombia y se da una instrucción de compra de ese CDT esa orden, una vez ratificada en el centro de negociación, debería ser difundida simultáneamente a todos los agentes que participen en el mercado, incluido el agente de registro de traspasos, que en este caso y en el mercado colombiano es el mismo emisor. Se habla de tiempo simultáneo porque los mercados requieren información coincidente y no información tiempo (t) más X lapso adicional.

Cuando se habla de (t + X) este es el tiempo que se demora en que todas las partes conozcan la transacción, lo cual produce riesgos. Cuando se dice que nuestro mercado se demora diez días para que el registro efectivo del traspaso de un CDT se dé, significa que esa persona que compró hoy efectivamente se vuelve dueña a los diez días de haber hecho la transacción. Para gozar sus derechos como propietario tendría que ser registrado simultáneamente con el acto de compraventa. Esa diferencia de tiempo le produce al comprador del valor un riesgo de crédito, riesgo de contraparte y riesgo de liquidez.

¿Por qué le produce un riesgo? Porque esa transacción no ha sido informada al agente principal, que es el emisor, y al agente de registro del traspaso. Eso en términos de tiempo es lo que se quiere reducir mediante la aplicación de estos estándares.

Se analizan ahora los procesos núcleo de la compensación y liquidación de valores:

El primero, que es el proceso que más recomienda el Grupo de los 30 y las normas ISO sobre transferencia de valores, es el que tiene que ver con la captura, registro y verificación de la información sobre la transacción.

El proceso de captura que de alguna manera se realiza hoy en nuestro mercado tiene unas exigencias mínimas para que la transacción pueda ser liquidada en los mercados de valores. Esas exigencias mínimas son:

- Las partes involucradas en el negocio.
- El tipo y clase de valor que se está vendiendo.
- El establecimiento donde se realizó la operación.
- La fecha en que se hace la transacción.
- La fijación de la fecha en la cual se va a liquidar efectivamente esa operación.
- La indicación del tipo de mercado: si es OTC o bursátil.
- El día en que se van a entregar los valores y a recibir el efectivo. La razón del porqué la transacción se realiza en algunos eventos no es una norma que se aplique en nuestro mercado, pero es trascendental cuando se está hablando de riesgo sistémico y de riesgo de crédito.
- La forma como se liquidará la operación.

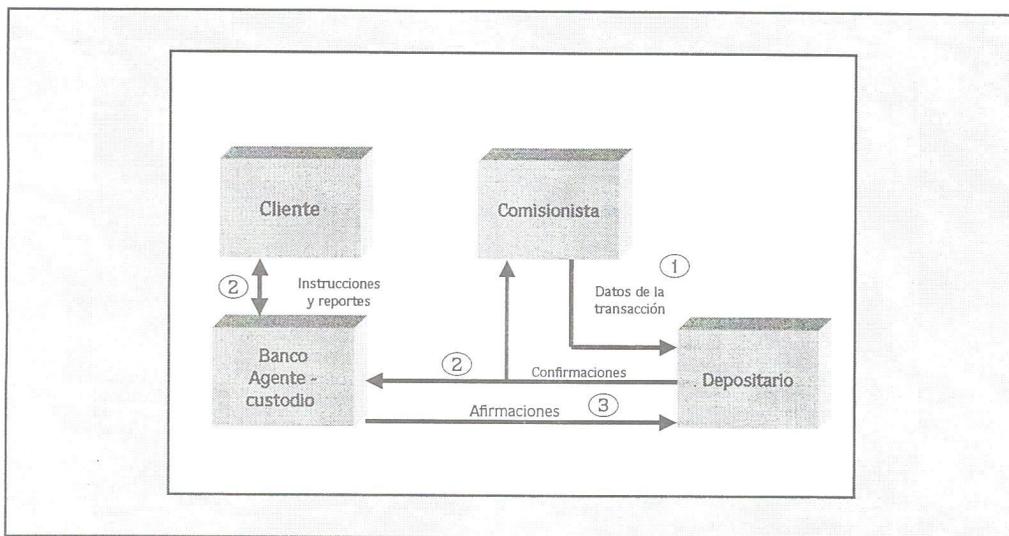
Esos son los estándares de la norma ISO 7775 sobre valores y los que todo mercado debería utilizar para el proceso de negociación de valores.

Hay un proceso que se denomina de confirmación de transacciones; una vez que se ha tomado una decisión de inversión y se quiere colocar la orden a través de los agentes, la entidad que ha ejecutado esa orden debería recibir simultáneamente con esa instrucción respuesta de la central de compensación donde le dice qué entendió por la orden que impartió (gráfico 3).

Este proceso, que permite cruzar la información transmitida a la central de compensación y verificar que sea la misma que recibió y que ordenó el originador, no se realiza en nuestro mercado, salvo en las bolsas de valores, que son las que congregan órdenes de compradores y vendedores y las difunden. Es un proceso de difusión estratégica. En este sentido, lo que confirman es el detalle de la transacción antes que la liquidación de esa operación se suceda en el mercado de valores.

Gráfico 3

Proceso de confirmación de transacciones por el cliente



Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

Este proceso se está implementando desde 1989 y es uno de los requisitos esenciales para evitar que la liquidación de las transacciones no ocurra en los mercados. Se puede hacer en forma unilateral o bilateral.

En la manera de confirmación por el cliente, la firma comisionista que ha recibido instrucciones a través de una orden de compraventa da esa instrucción a una central de compensación que, a su vez, y en forma simultánea informa al banco agente y custodio, el cual es también cliente de esa persona.

La instrucción viene por dos caminos. Los datos de la transacción se comunican a una entidad depositaria que puede ser un depósito de central de valores o una bolsa de valores en el sentido de negociación. Simultáneamente sale a la entidad custodia o al agente que representa a ese cliente una confirmación sobre los datos de la transacción que el cliente acepta o rechaza. Solamente cuando éste acepte o rechace la operación, ésta se liquida.

En nuestro país es muy común que, impartida la orden por el comisionista, éste ejecuta y no hay ninguna confirmación de reversa con el cliente. Esto

brinda seguridad de lo que se está transando, en términos de valores. Acá es común el libro de órdenes y no se cuenta con mucha función de agentes custodios. La operación se hace directamente entre el cliente y la firma comisionista pero éste, a su vez, podría ratificar si la orden que recibió la firma comisionista es la que él transmitió.

La situación es más compleja cuando se usan dos firmas comisionistas como las generadoras del negocio. El proceso se repite con los pasos anteriores. En este caso los comisionistas en los sistemas de negociación ubican, igual que en el sistema de negociación de la bolsa, información sobre los detalles de la transacción de valores. Esos detalles se le comunican a la bolsa y a una central de compensación local.

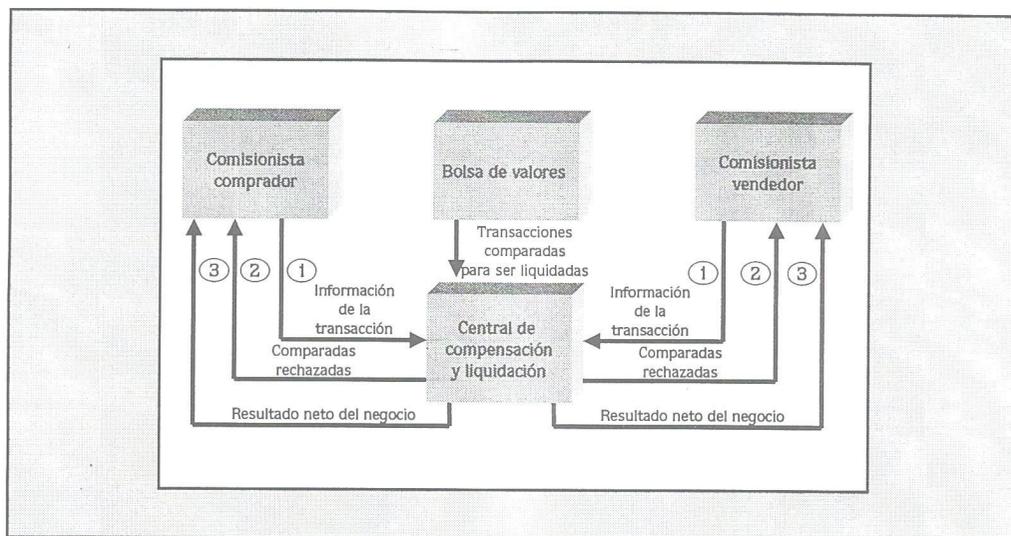
Después que estas dos informaciones se han entregado a la central de compensación, la bolsa de valores donde se cerró el negocio transmite información a esta central y ratifica que lo que ha sucedido en la bolsa ocurra también en la central de compensación, es decir, que la operación se pueda comparar satisfactoriamente, desde el punto de vista del comprador y del vendedor.

Si esa comparación es satisfactoria la central de compensación y liquidación devolvería a la bolsa una información diciendo que las transacciones han sido confirmadas y pueden ser ejecutadas. Eso es lo que aquí se llama transacciones comparadas para ser liquidadas. Todas las transacciones que no se pueden cruzar en la central de compensación o liquidación son devueltas para corrección. Son aquellas que, por tendencia, dañarían el proceso de compensación y liquidación.

Una vez que la transacción está en firme, la ejecución del negocio, la liquidación de fondos y valores sucede en la central de compensación y liquidación; quien imparte la instrucción definitiva de que se ejecute es la bolsa de valores, donde el *matching* haya sucedido sobre transacciones de valores.

Al tiempo con la compensación definitiva se ordenan las operaciones que fueron comparadas y rechazadas y, finalmente, el resultado neto del negocio: qué debe aportar la firma compradora y qué la vendedora. Ese es el ciclo de la confirmación bilateral, que se une al ciclo de confirmación del período anterior (gráfico 4).

Gráfico 4 Comparación bilateral de transacciones



Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

Cuando se da esta información y se habla de rechazos, el comisionista en ciclos de procesamiento continuo devuelve la información a su cliente diciendo que esta transacción se ejecutó.

Uno de los procesos más sensibles y que tal vez tiene que ver con el más desarrollado sistema de compensación y liquidación de todo país es el neteo. Esta es una de las recomendaciones principales de todo proceso de compensación y liquidación.

El neteo es donde se calculan las obligaciones netas de entregar valores o efectivo. En este sentido el neteo le informa al vendedor cuál será su posición neta de valores por entregar y al comprador cuál es el precio convenido por pagar.

Los objetivos del neteo son:

- Reducir el número y cantidad de entregas que se requieren de transacciones de valores y de efectivo. Por ejemplo, cómo pasando de una liquidación bruta a liquidaciones por neteo bilateral y multilateral, qué ocurre con la liquidación de una operación de traspaso de valores.

- Reducir las necesidades de liquidez. El Banco Internacional de Liquidación de Valores ha establecido que uno de los elementos fundamentales del desarrollo de los mercados, inclusive del crecimiento económico, se centra en el neteo de posiciones.

Las necesidades de liquidez, en términos de número de operaciones y de transferencia de fondos que hay que realizar se reducen sustancialmente, y en períodos de crisis donde hay baja liquidez el neteo es una función esencial del proceso de compensación de valores. Por demás, permite controlar los riesgos del proceso de liquidación. Cuando hay posiciones abiertas sucesivas y el tiempo de cumplimiento establecido en el mercado es dilatado, las necesidades de liquidez y de crédito se vuelven supremamente amplias.

Si se compran valores en cuantía de mil millones de pesos y el cumplimiento definitivo sucede a cinco, seis o siete días el riesgo de transacción de esos días implica riesgo de crédito. Es que la parte que está haciendo el negocio o la contraparte durante esos siete días no puede liquidar definitivamente la transacción. Si se cierra un negocio a siete días, esos mismos representan riesgo. Si además no se registra esa transacción o no hay dueño del título valor porque la entidad de compensación no es la de registro, el riesgo de crédito sigue hasta que efectivamente se registre un titular. En nuestros mercados es muy común que el agente de registro sea diferente al de compensación de valores.

El neteo de operaciones permite definir una posición neta de compras y ventas con el fin de transferir al final del proceso de neteo un balance final de efectivo y de valores. Puede ser bilateral o multilateral. En el primero solamente se cruzan débitos y créditos de dos participantes, y en el multilateral todas las entidades cruzan contra el sistema o la cámara de compensación. El neteo multilateral es de todos los participantes contra la cámara de compensación.

Analicemos un ejemplo que fue extraído de un documento de la Reserva Federal de Estados Unidos sobre los sistemas de compensación y liquidación para mirar el impacto que el neteo tiene sobre la liquidez y sobre las necesidades de valores y efectivo.

En este caso se han trabajado *equities*, básicamente acciones y aquí hay posiciones de comprador de tres entidades y posiciones vendedoras de otras tres (cuadro 1).

Cuadro 1
Ejercicio de neteo de posiciones de efectivo y valores

Comprador	Vendedor A	Vendedor B	Vendedor C
A	*	100 IBM US\$60	100 IBM US\$50
B	*	*	200 GE US\$40
C	100 IBM US\$60 100 GE US\$40	500 IBM US\$40	*

Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

Hay que ver la parte donde se hace operación a operación por sistema bruto o *gross*. En la relación de A con sus contrapartes –con C y con B– cada una representa una posición respecto de las compras o ventas que A realiza en el sistema. Lo mismo sucede con la posición de B y C. Sin existir neteo en esta posición, habría ocho entregas de valores que representan mil acciones de IBM y 450 acciones de General Electric (cuadro 2).

El total de pagos son ocho por 62 mil. Este mismo esquema llevado a neteo bilateral, es decir, solamente con una contraparte, produce apenas seis entregas, que son 800 IBM y 450 General Electric. ¿Qué se ahorró el sistema? Dos entregas de valores por 200 acciones (cuadro 3).

El efecto de liquidez, mirado a nivel multilateral, se reduce en seis entregas, es decir, no hay que hacer entregas de valores, y esta es la posición de valores que no se transfiere. Lo que se realiza es un total de tres pagos *versus* los ocho que se hacían para un neto total de US\$37 mil de ahorro. Este es el esquema de neteo y el núcleo de toda compensación de valores. Es ahí donde entran a reducirse las exigencias de liquidez del sistema. Esto también implica riesgos y es donde se deben definir las reglas del negocio

Cuadro 2
Sistema bruto o *gross*

	Entrega	Valor pago	Contraparte
A	100 IBM	5.000	C
	250 GE	8.000	C
		6.000	B
		3.000	B
B	500 IBM	4.000	C
	100 IBM		A
	100 GE		A
C	100 IBM	6.000	A
	200 IBM	10.000	A
	100 GE	20.000	B
Total	8 POR 1000 IBM 450 GE	8 PAGOS 62.000	

Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

para cubrir y asegurar que esta acción de neteo multilateral se pueda dar en un sistema de valores como el nuestro (cuadro 4).

Las formas en que estas operaciones se pueden llegar a liquidar son:

Operación a operación, que es el *gross*, donde definidas las reglas de cómo se transa y se vende, vendedores y compradores pasan por la entidad de compensación sus operaciones uno por uno. Este esquema es el utilizado hoy por DCV. Uno llega a DCV y no puede hacer la transacción, a menos que tenga saldo y el saldo es irrevocable en valores y en efectivo. No se puede netear sobre su posición de efectivo ni de valores en un sistema centralizado de valores (gráfico 5).

La recomendación internacional es que se pueda netear, así haya anotación en cuenta o se haga transacción a transacción. Su fortaleza consiste en reducir las necesidades apremiantes de liquidez del sistema bancario y del sistema financiero.

Cuadro 3
Sistema de neteo bilateral

	Entrega	Valor pago	Contraparte
A	250 GE	9.000	B C
B	500 IBM 100 GE 500 IBM	4.000	A A C
C	100 GE 200 IBM	6.000 10.000	B A
Total	6 POR 800 IBM 450 GE	3 pagos 28.000	
Diferencia	2 entregas 200 IBM	5 pagos 34.000	

Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

Cuadro 4
Sistema de neteo multilateral

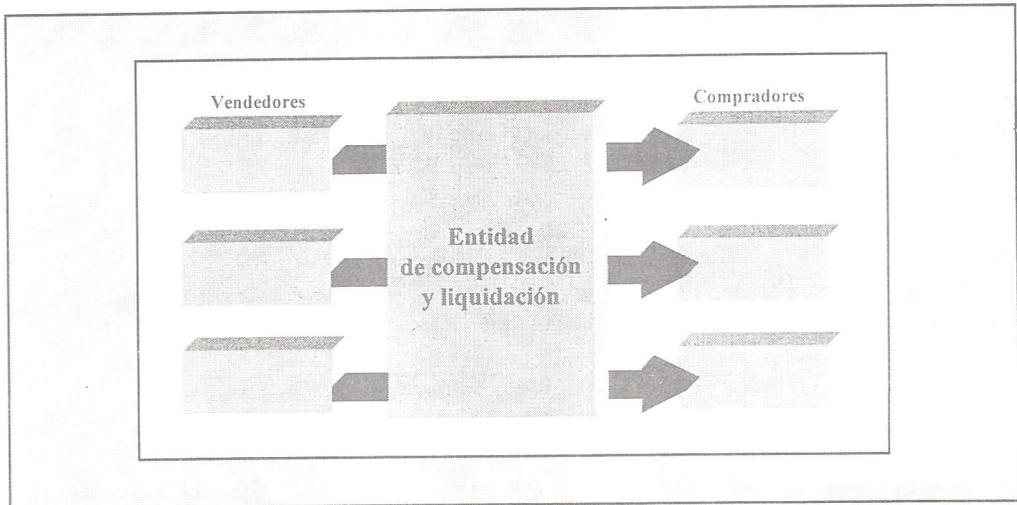
	Entrega	Valor pago	Contraparte
A	150 GE	6.000	N.A.
B	600 IBM		N.A.
C		19.000	N.A.
Total	2 POR 600 IBM 150 GE	3 pagos 25.000	
Diferencia	6 entregas 400 IBM 300 GE	5 pagos 37.000	

Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

Gráfico 5

Mecanismos de liquidación existentes

Liquidación operación a operación



En este esquema de procesamiento de neteo de transacción a transacción se ejecutan posiciones de venta o de compra uno por uno, donde se determina el balance neto sobre la posición de títulos valores y efectivo para cada transacción.

¿Cuáles son los riesgos?

- Es un sistema muy costoso.
- Exige una altísima liquidez y disposición inmediata de valores para cumplir el proceso y el ciclo de compensación.
- Requiere una gran capacidad de cómputo en sistemas, donde es necesario cumplir la totalidad de las transacciones. Se necesita que en períodos críticos la capacidad de cómputo sea ilimitada, que es lo que se denomina la concurrencia máxima, en el punto máximo, que es cuando se cumplen las transacciones. En nuestro mercado es muy común cumplir las transacciones en picos: los picos del cierre de tesorería. En ese momento los sistemas se revientan, la liquidez no alcanza y el riesgo se vuelve sistémico en el mercado.

Este, que parece muy simple, es un elemento de riesgo operacional que puede llevar a un riesgo sistémico en el mercado, es decir, que no todas las transacciones se puedan liquidar e, igualmente, como la liquidación es necesaria porque hay otras entidades que están esperando en la cadena, cuando ésta se rompe se produce el riesgo sistémico.

Ese riesgo sistémico es el originado por una transacción que no se liquidó, que impide que transacciones sucesivas en la cadena no se cumplan. Tal vez éste es el riesgo más importante en los sistemas de compensación y liquidación. Nosotros estamos abocados a él todos los días en nuestro mercado, específicamente en el colombiano, por la deficiencia de liquidez.

Es importante empezar a estudiar este tema porque el riesgo que se está asumiendo es netamente sistémico de que el sistema de pagos del país se perjudique.

¿Cuáles son las ventajas de este sistema a pesar de que exige esas necesidades de liquidez y de valores? Finalmente tiende a ser un sistema de bajo riesgo en su construcción, porque no exige sino que existan posiciones de efectivo y valores, desde el punto de vista de desarrollo informático. Por eso se dice que es un sistema de bajo riesgo.

Sistema de neteo continuo de operaciones

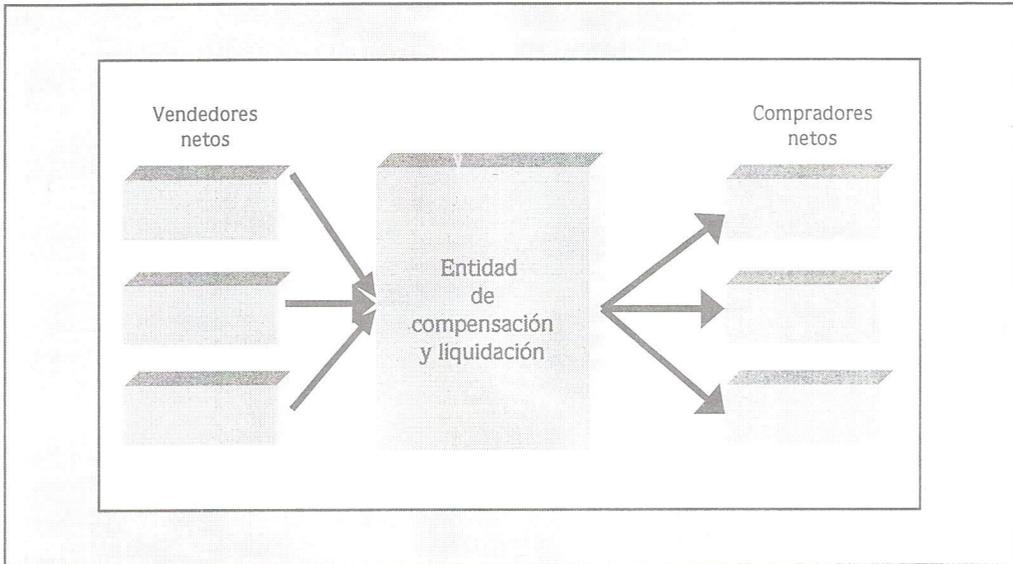
Es el sistema más utilizado internacionalmente y todas las entidades lo han ratificado. Después de hacer muchas transacciones de compraventa de valores se define la posición neta de un intermediario, de un agente, de un comprador o de un vendedor. Si yo compré 100 y vendí durante el día 150 tengo un saldo neto a favor de 50, es decir, mi posición vendedor neto. Debo entregar valores con suficiencia a cambio del efectivo.

En este sistema de neteo continuo lo que se debe hacer es que los vendedores netos van a recibir efectivo y los compradores netos van a entregar efectivo. Todo sistema de compensación y liquidación lo que busca es entrega de valores y entrega de efectivo. El vendedor neto entregará valores y el comprador neto recibirá valores. Ese es el ciclo que se cierra. ¿Dónde se cierra el ciclo? En la entidad de compensación y liquidación (gráfico 6).

Gráfico 6

Mecanismos de compensación existentes

Neteo continuo de operaciones



Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

Cuando la posición es neta compradora la contraparte recibirá valores, mientras que la posición neta vendedora recibirá a cambio efectivo. El neteo continuo se utiliza para cada tipo de título valor, para determinar un saldo neto en cada uno de ellos.

El principal problema que un esquema de esta naturaleza traería a nuestro mercado es la no fungibilidad de los valores, la no estandarización de los procesos de emisión de valores en nuestro medio. Cuando decimos que una emisión sea estandarizada no podemos asumir que tiene 68 formas de colocación diferentes porque le hemos dado IPC, TCC, DTF; argumentando que el mercado es ilíquido y que hay dificultad de colocar las emisiones, nos inventamos fórmulas para lograr la venta de esos papeles. Esas fórmulas van en contravía de todos estos procesos porque la entrega de valores para poderse netear requiere de una posición de valores fungibles –tanto como el efectivo– para que permita el neteo final de transacción.

Ventajas del neteo continuo

Es extremadamente eficiente cuando hay un altísimo volumen de transacciones. Normalmente se obtiene un alto índice de liquidación definitiva. Si yo vendí 1.000 en TES al 25% y compré 800, mi posición neta son 200 y entregaría sólo 200 en esa posición neta de TES, e igualmente se hace una posición neta de efectivo.

Si se hiciera ese volumen de posiciones netas compradoras y vendedoras en un proceso de transacción de todo el día, obviamente con los márgenes de garantía y colaterales necesarios para asegurar la liquidación, se tendría que, dada la posición neta vendedora y compradora, se podría llegar a que casi todas las operaciones del mercado se puedan liquidar.

Este tema ha sido probado satisfactoriamente por mercados desarrollados; es posible llegar a un altísimo índice de liquidación de todas las transacciones sobre valores. Normalmente se obtiene un alto volumen de liquidación y el *drivlock* que es la falta de valores o de efectivo, no se presenta con tanto problema. Al hacerse todo sobre posiciones netas es muy razonable obtener un alto índice o porcentaje de ejecución de todas las transacciones.

Desventajas del neteo continuo

Se requiere un control de riesgo mucho más eficaz y más alto que el de transacción a transacción. En un sistema de neteo continuo, si es neteo multilateral la contraparte desaparece, o sea que la contraparte es la central de compensación y es ahí donde se hace necesario determinar quién es la contraparte y cuál es el riesgo que asume el mercado con ella.

En este sistema no se recomienda la posibilidad de reversión de operaciones porque no se puede determinar a ciencia cierta cuál de las mil transacciones que se netean pueden devolverse si se falla en valores o en efectivo. Este es el sistema que requiere de un control absoluto.

Mecanismos de liquidación

- El de la liquidación certificada, donde la entrega de valores la hace la cámara de compensación de manera certificada.
- La liquidación por anotación en cuenta, que es la recomendación más avanzada del Grupo de los 30; en este caso la liquidación de valores se hace siempre a través de un depósito central de valores.

En la liquidación por anotación en cuenta lo único que se requiere es que las posiciones de efectivo y valores, una vez informada la orden de ejecución de la transacción y pasado el control de que hay suficiencia de valores y suficiencia de títulos, se cruzan automáticamente y se hacen las entregas o el *delivery*. Las cuentas de los participantes –de efectivo y valores– pueden estar dentro de la misma central de compensación o fuera de ella.

La liquidación por anotaciones en cuenta puede hacerse de dos maneras:

- Transacción a transacción, igual que en el mundo físico.
- Por liquidación neta continua.
- Si es por transacción a transacción siempre debe existir suficiencia de valores y de efectivo. Al respecto hay una exigencia internacional y no debe permitirse que las transacciones se puedan devolver; son irrevocables y finales.
- En la liquidación neta continua se determina un valor neto comprador y vendedor. Sobre esa posición neta compradora y vendedora el sistema durante todo el día va a enviar al de compensación cuál posición de efectivo y valores debe cargarse.

Si alguien está escaso de efectivo y valores el sistema no debería definir qué transacciones revierte. Entonces las salvaguardas para este proceso están establecidas internacionalmente.

El sistema al cual debe llegar todo mercado de valores para reducir sus riesgos sistémico, de liquidez y de crédito es el de entrega contra pago. A través

del depósito de valores de Deceval nosotros realizamos operaciones de entrega contra pago. Todas las operaciones son libres de pago y hoy se asumen riesgos de crédito y de liquidez por esa misma razón. Es necesario que todos los sistemas de compensación de valores de nuestro país estén conectados a sistemas de pago para garantizar que no hay riesgo de liquidez, que no hay riesgo de contraparte en el manejo de valores y de efectivo.

Un ejemplo que sirve para confirmar esta aseveración son las transacciones que no se pagan o que se cubren en cheque y transacciones de valores que jamás se registran en los sistemas de depósito. Es natural que se nos olvide registrar un Repo y nos demos cuenta cuando alguien dice: «El título está a nombre de Pedro, no de Luis».

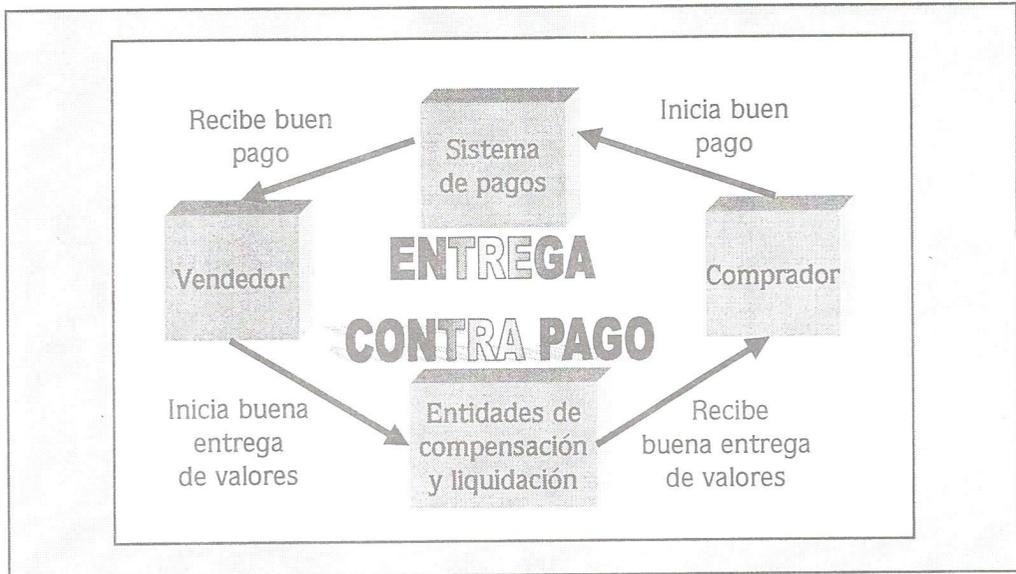
¿Qué se asume durante ese período en el que no hubo cambio de titular en los sistemas de información? Riesgo de crédito, riesgo de liquidez, e incluso –dado el caso si es una situación de todo el mercado– un riesgo sistémico.

¿Qué busca la entrega contra pago? Que el vendedor ordene la venta de valores, entregue buenos valores y que el comprador los reciba tan pronto como haya pagado. En otras palabras, que la entrega de valores y la de efectivo se hagan como operaciones simultáneas (gráfico 7).

Para que esto suceda se exigen algunas cosas:

- Que el movimiento de valores y efectivo se realice al mismo tiempo.
- Que la calidad de los fondos transferidos sea buena y final. Esto significa que los fondos sean del mismo día y esa es una recomendación internacional, no pueden ser fondos de mañana. Si se gira sobre un cheque recibido se incurre en error; esos no son fondos del mismo día. Si el cheque no se pudiera pagar por alguna situación: por falta de una firma, porque se equivocaron en el valor, esa operación asumió inmediatamente un riesgo de crédito de contraparte.
- Los fondos del mismo día son exigibles en todo mercado de valores, es decir, que se pueda tener disponibilidad inmediata sobre esos fondos. Para ello el mecanismo que se ha implementado internacionalmente es

Gráfico 7
Sistema de entrega contra pago



la transferencia de fondos electrónicos. Obviamente, hoy en día hay problemas en ese mecanismo.

- La transferencia de efectivo debe ser final, es decir, que no pueda ser revocable. Cuando se transfiere el efectivo es de la entidad que lo recibe; ese es el principio fundamental y no puede haber reversa en esa operación, que es el soporte de todo el sistema.

Hay tres mecanismos de entrega contra pago, recomendados internacionalmente por el Banco Interamericano Internacional de Liquidación:

Mecanismo 1. Empleado por el DCV del Banco de la República. Es utilizado masivamente por todos los bancos centrales. Es aquel en que la liquidación de efectivo y valores sucede simultáneamente. Una transferencia de valores tiene simultáneamente un pago en efectivo. Este debe ser final, irrevocable y con disponibilidad inmediata, con el mecanismo de transacción a transacción.

Mecanismo 2. En éste no se permite el neteo. La liquidación de títulos valores sucede sobre bases operación a operación, con una liquidación final

de efectivo al cierre de la operación. Este es el esquema que han implementado los mercados que no tienen sistemas de pago eficientes o que, teniéndolos, no poseen alta liquidez. Porque el neteo final de efectivo sucede al fin del cierre de operaciones.

Mecanismo 3. Es el más complicado de desarrollar, porque liquida y compensa valores periódicamente. Hace cierres de operación. Si se inicia un día de operaciones entre 8:00 a.m. y 5:00 p.m. se establecerá que en ese sistema de compensación y liquidación se cierren posiciones de valores y efectivo a las diez de la mañana, a las doce del día, a las dos de la tarde y como cierre final definitivo a las cinco de la tarde.

Toda creación de mecanismo de entrega contra pago supone una situación muy importante para el mercado; es la interconexión de la entidad de transferencia de valores con la entidad o los sistemas de pago.

¿Cuáles son los mecanismos que existen?

- Que las cuentas de efectivo sean administradas simultáneamente por la misma entidad depositaria o de compensación y liquidación.
- Las que no estén dentro de ese proceso y que normalmente sean administradas por la banca central.

Una de las recomendaciones del Grupo de los 30 es que todas las transacciones de efectivo sean administradas en un sistema a través de la banca central para que no haya bancos liquidadores que no puedan manejar el riesgo total del mercado. La intención es que haya una entidad centralizadora de todas las transacciones sobre valores y pagos.

Aun cuando se puede llegar a producir riesgo sistémico, porque son entidades que centralizarían la totalidad del riesgo del mercado, son entidades que, de alguna manera, con un adecuado control de riesgos garantizan la eficiencia y la economía de escala en los sistemas de valores.

Igualmente, debe tenerse en cuenta que si no hay interconexión con el sistema de transferencia de valores y de pago es imposible obtener el mecanismo de entrega contra pago. Además, en un sistema de entrega contra

pago debe existir suficiencia de títulos y de fondos, saldos créditos para poder hacer el pago final.

Lo que se debe garantizar en estos sistemas de entrega contra pago es:

- Suficiencia de líneas de crédito y de mecanismos de liquidez que garanticen que la operación y la liquidación de ellas va a realizarse.
- En términos de mercado internacional, para que un sistema de compensación y liquidación sea eficiente debe dar certidumbre a sus participantes de que la liquidación se realizará.
- El proceso de liquidación debe definir las reglas sobre políticas de crédito, políticas de riesgo, de facilidades de liquidez, de fondos para compensación y de manejo de colaterales.

Un ejemplo muy claro de los colaterales que se utilizan en otros países son los títulos de deuda pública, los cuales tienen la más alta liquidez del sistema. Requieren la definición de políticas de acceso, del cambio en las leyes de quiebra e insolvencia. Cuando una central de compensación maneja los colaterales debe podersele garantizar a esa entidad que esos colaterales no pueden ser embargados, en caso de una quiebra o un proceso de insolvencia de un agente. Y debe tener un aseguramiento del proceso de liquidación.

Riesgos de los sistemas de pago frente a la compensación de valores

1. *El riesgo sistémico.* Si alguien no paga la obligación genera una reacción en cadena sobre todos los agentes del mercado y éstos, a su vez, no pueden cumplir sus obligaciones de pago con otros agentes. Este riesgo se origina principalmente en otros dos riesgos: el de crédito y el de liquidez.
2. *Riesgo de crédito.* Se origina por el desfase de tiempo que existe entre el momento de la operación y el de pago definitivo.

3. *Riesgo legal.* Es muy importante y tiene que ver con la certidumbre de pago y ésta, a su vez, con procesos de ambigüedad o incertidumbre en las leyes, principalmente en los eventos de quiebra, de pago revocable, de insolvencia o inseguridad de pago.
4. *Riesgo operacional.* Es al que menos se presta atención. Se origina por problemas técnicos, de comunicaciones o de incapacidad de procesamiento.

Un sistema de pagos que se cae a las cinco de la tarde cuando todo el mundo quiere transar, o que se congestiona, produce un riesgo sistémico de que las transacciones no se puedan cumplir.

Otro problema de la administración de pagos o administración de valores se origina cuando todo el sistema consolida frente a los depósitos centrales de valores; la entrega de los valores, producto de la administración de los mismos, hacia el final del día está produciendo para el mercado un riesgo sistémico. Y es que esa distribución de fondos que reciben las centrales depositarias no puede ser hecha a los mismos agentes que requieren un pago oportuno.

Riesgos del proceso general de compensación y liquidación

- El riesgo sistémico, denominado también efecto dominó, que en términos del Banco Internacional de Liquidación se define como el caso en el que el colapso o la insolvencia de un participante del mercado pueda ser transmitido a otros. Lo que vamos a plantear desde el punto de vista de las recomendaciones internacionales es que esto nunca suceda y que se cuente con mecanismos alternativos para garantizar la liquidación de valor y reducirlo bajando los riesgos de crédito y liquidez. Esto se logra acortando el ciclo de la transacción y del cumplimiento de la misma.

No se puede hablar de ciclos largos de cumplimiento de transacciones de efectivo, o de valores. Se reduce con un sistema centralizado de liquidación donde se pueda permitir el manejo de los riesgos de insolvencia y el de los riesgos de contraparte.

- El riesgo de crédito y contraparte, que se presenta cuando una de las partes del negocio falla en cumplir su obligación, ya sea el vendedor de entregar los valores, o el comprador de entregar el efectivo. La pérdida puede variar: desde la pérdida de un costo de oportunidad hasta el principal total de la transacción.

Lo que busca todo sistema eficiente de compensación y liquidación de valores es evitar a toda costa el riesgo del principal, es decir, que se pierda efectivamente el título valor o el efectivo entregado. En este riesgo de crédito y contraparte produciría –si es sucesivo– un riesgo sistémico.

- El riesgo de costo de replazo, fundamental en mercados de altísima rotación. En un mercado de alta volatilidad de precios si la compensación viene tarde es factible que tengamos pérdidas para el comprador y para el vendedor porque los precios han subido o bajado. Si yo necesito ir a reemplazar una transacción en que me incumplen y el precio tiene muy alta volatilidad puedo tener una pérdida, que es el costo del reemplazo. También buscamos que el sistema de compensación y liquidación nos garantice que esto no se presente.
- El riesgo de liquidez, que ocurre cuando la operación tarda en cumplirse y hay que asumir otras operaciones de crédito para subsanar la deficiencia de efectivo en una compensación de valores.
- El riesgo de crédito a terceros, muy común en lo referente a de agentes de custodia global o agentes que representan a terceros. Es posible que la contraparte o el intermediario asuma posición de crédito para ese tercero que representa. Esa posición de crédito puede –si es del caso– traducirse en una venta no cumplida que la entidad tenga que asumir con responsabilidad frente a su cliente.

Recomendaciones para el manejo de estos riesgos

Las recomendaciones del Grupo de los 30 fueron emitidas en 1989; deberían estar en vigencia en todos los mercados desarrollados. A los mercados emergentes se les da la posibilidad de desarrollar estas recomendaciones como base fundamental del proceso de todo el mercado de valores.

1. Todas las transacciones deben ser comparadas en T+1. Hay una recomendación internacional que dice que T+1 es demasiado, que debería ser T cero, o sea, el día de la negociación. Los problemas de la liquidación de valores nacen el día en que se hace el negocio, naturalmente.
2. Se debería lograr que el mercado sea sano, transparente y profundo para que los participantes indirectos que dan órdenes a intermediarios puedan, a su vez, confirmar que los negocios se ejecutaron y que las órdenes fueron cumplidas. Eso es lo que se llama comparación de transacciones por participantes indirectos.
3. Todo país debería tener un depósito centralizado de valores. La idea de estos depósitos es que tengan una participación masiva de todos los agentes del mercado para que la compensación de valores suceda solamente a través de estos mecanismos.
4. Se recomienda el neteo de transacciones. Cada país deberá estudiar para su propio mercado qué sistema de neteo implementa; ya sea el continuo, el bilateral o el multilateral. Lo que se produce y lo que han recomendado las últimas técnicas de compensación de valores es que sea neteo continuo.
5. Todo país debe tener un sistema de entrega contra pago. Sólo se entregarán valores cuando se reciba el efectivo sin condiciones.
6. Fondos del mismo día. Nadie puede estar en un mecanismo o mercado eficiente sin tener la posibilidad de usar los fondos sucesivamente en varios ciclos de transacción durante el día. Es muy común hoy mirar el sistema de pagos mediante cheque, pero esos no son fondos del mismo día y se está destruyendo la liquidez del sistema.
7. La compensación debe ser continua, debe garantizar que se haga sucesivamente. Si yo transo hoy, debo garantizar que el ciclo de esa transacción estará liquidada en T+3, T+2 o en T+1. Fundamental para todos los mercados, y específicamente para que un mercado sea "ranqueado" internacionalmente, es que ese tiempo de liquidación sea conocido internacionalmente. Si Colombia decide que su liquidación es en T cero debe anunciar que su liquidación se hace así al mercado internacional.

Una de las prácticas más importantes dentro de la eficiencia de los mercados es poderles decir a los fondos de valores extranjeros o a los inversionistas foráneos que si hoy hace un negocio en Colombia, a partir de este momento se le reconocen los derechos como tenedor legítimo de los valores y puede ejercer derechos sobre los mismos.

Ese es uno de los graves problemas de nuestro mercado: no hay certidumbre de que efectivamente se pueda llegar a una compensación de T+3 o de T+6, o de T+10 porque todos los agentes de nuestros mercados están divididos, no hay una integración absoluta entre clientes, comisionistas, centrales de depósito y agentes.

Para lograr el registro de una transacción de CDT se estima en T+10 días. Antes que saliera el exdividendo o una nueva teoría de éste que se aplica en el mercado colombiano el tiempo de liquidación de acciones para llegar a ser el poseedor de la acción era de T+10 y para poder sacar la norma que lo ampara en siete días hábiles, no en días comunes. Debe existir para todo el mercado un préstamo de valores. Ya hay normas en Colombia que admitan esto.

El préstamo de valores debe garantizar que el proceso de liquidación es efectivo, pero para que exista préstamo de valores la principal condición es que haya fungibilidad, es decir, que se pueda usar valores de idénticas condiciones para poderlos tomar en préstamo y cumplir una transacción.

8. Que se use un estándar de identificación de valores único en cada país. Y aquí es donde estamos más lejanos de lo que significan las transacciones de valores. Podemos hablar de siete, diez, quince registros distintos. Cada una de las bolsas de valores tiene un sistema de registro de sus propios valores, el DCV tiene uno, Deceval, la Superintendencia de Valores, el emisor y la Superintendencia Bancaria otro.

Tenemos una multiplicidad de agentes que usan códigos distintos para identificar sus valores, aspecto que no nos permitió homologar y estandarizar el mercado.

9. En las transacciones de valores no usamos mensajes acertados. La norma ISO 7775 dice que para las compraventas de valores debe como

mínimo registrársele la información que se indicó. Pero no es sólo eso; hay tipificados alrededor de 700 mensajes distintos en la codificación internacional de traspaso de valores y efectivo que es necesario utilizar. Uno de los líderes en esta empresa es Swift, que tiene todo un libro dedicado exclusivamente a mensajes internacionales y estándar de manejo de valores.

Las recomendaciones de la Asociación Internacional de Administración de Valores (ISA) son las mismas que están contenidas en las recomendaciones del Grupo de los 30. ISA reúne a los custodios principales del mundo donde se manejan cifras de trillones de dólares. En 1995 esta asociación estudió cada mercado y llegó a determinar que lo que había hecho el Grupo de los 30 convertiría en estándar de los mercados desarrollados, aun en el ideal de los mercados emergentes y confirmó que cada país debe tener por lo menos un depósito centralizado de valores y, si tiene más, ha pedido que se unifiquen para que haya una única central de compensación de valores.

Considera que la operación de transacciones debe realizarse el mismo día de la negociación. A raíz de las fallas en el registro y en el traspaso de efectivo y de valores se concluyó que –incluso en transacciones transfronterizas– dada la globalización y la volatilidad de los mercados era preciso que los detalles de la transacción se hicieran el mismo día del negocio.

Debe existir un proceso de liquidación continuo en cada centro financiero del país para determinar entrega de valores netos y de efectivo.

Los sistemas de compensación deben garantizar el riesgo libre de entrega contra pago final simultáneo. La recomendación principal, en este sentido, es que se use el mecanismo uno del Banco Internacional de Liquidación, pero éste es el sistema que más exigencia de liquidez le trae a los mercados. Esta recomendación debe ser analizada por cada país.

El uso de *leasing* para la identificación de valores debe utilizarse principalmente en modelo uno, compuesto por el BID. Debe existir un mecanismo de entrega contra pago en los sistemas de compensación. El período de compensación en cada centro financiero debe ser tan corto como sea posible.

La última recomendación de octubre de 1998, hecha por Cedel, es que la liquidación debe suceder en tiempo real en razón de la volatilidad de precios que sufrieron Europa y Asia a raíz de las caídas de los sistemas financieros. Imagínense una situación en la que hoy hay que liquidar ya no una devaluación masiva, como la que sucedió en septiembre en nuestro país de 9%, sino una devaluación del 100%, o del 200%, y existe un fondo extranjero que quiere girar sus recursos, pero el plazo de cumplimiento de esa transacción es T+3. Habrá una pérdida equivalente posiblemente al 100% del principal que se gire, dependiendo del impacto de esa volatilidad.

Se sugiere que haya una liquidación de contado, que sea simultánea con la transacción.

Las redes de los centros financieros deben ser más seguras y eficientes.

Teorías que hoy lideran los mercados de valores desarrollados

Está la teoría de procesamiento automático ininterrumpido: si yo como cliente digito en una terminal de un sistema de negociación que quiero vender y ese sistema le asigna la transacción a un comprador, desde esa asignación todos los agentes del mercado reciben simultáneamente la instrucción y registran.

¿Qué lleva a la liquidación en tiempo real?

La liquidación en tiempo real es demandada por el incremento de las necesidades de liquidez de los mercados. La intención de los mercados y la globalización lleva a que precisamente yo pueda usar mis fondos y valores en operaciones que están en otras fronteras. Si yo tengo tiempo de liquidación T+1, para que yo obtenga los fondos y pueda concurrir a otros mercados globales tendría que esperar un día perdiendo costos de oportunidad; un día sobre los valores y sobre el efectivo.

La intención de este nuevo mundo es que la liquidación suceda en tiempo real. No estamos pidiendo que en Colombia esto exista hoy sino que, por lo menos, entremos a analizar cuáles son las tendencias que están liderando los mercados de valores hoy.

Hay nueve recomendaciones que debemos analizar dentro de un contexto general:

- La comparación de transacciones por participantes directos las hacen hoy las bolsas y los depósitos, el resto del mercado no lo hace. No obstante, los dos depósitos utilizan una figura que se llama confirmación *versus* transacción. Siempre el vendedor origina la transacción y la contraparte la confirma. En ese sentido los clientes del mercado OTC entran a un proceso de confirmación que es simultáneo con la transferencia de valores.
- El o los participantes indirectos son inexistentes. Nadie le avisa al cliente de un intermediario qué operación está realizando porque se supone que quien impartió la orden es él mismo. Debería existir una central de compensación que permita garantizar la seguridad de esa transacción en el mercado.
- Los depositarios centrales. Existen DCV y Deceval. El neteo hoy, solamente lo realizan las bolsas de valores exclusivamente a nivel de efectivo, no de valores. No tenemos un mercado de título fungible que permita este neteo.
- Entrega contra pago. Solamente existe en DCV, fondos del mismo día únicamente en DCV, el resto del mercado está operando con riesgo de crédito. Esto se ha hecho más evidente a raíz de la emergencia económica, los cheques y la falta de saldo en el Banco de la República.
- La compensación continúa en T+3. Todo el mercado americano se está moviendo en T+2; son mercados gigantes y ellos estaban en T+5 cuando inició el Grupo de los 30 y hoy liquidan en T+2.
- La recomendación internacional es que lleguen a T cero. Esto lo ven imposible por los volúmenes que manejan. Ellos realizan cinco trillones de dólares al día en transferencias de efectivo. Ese es el grave problema.
- Préstamo de valores en desarrollo de mercado bursátil. Es esencial para el desarrollo de los mercados de valores. En este sentido encontramos

que mucha gente tiene posiciones a largo plazo pero no puede prestar esos valores. Eso daría una utilidad en términos de registro de valores en el país. No tenemos una identificación estándar sobre valores.

Propuesta para el mercado colombiano

- Tender al manejo de operación a operación para liquidación de valores. No se admiten posiciones en corto, salvo la implementación del préstamo de valores. Deberíamos considerar tener préstamo de valores en las cámaras de compensación o en las centrales de depósito.

Hay algo que se implementó en México y que están utilizando varios países latinoamericanos: que haya transferencia virtual de efectivo contra cuenta corriente virtual. Es permitir posición de fondos irrevocable con líneas de crédito para lograr un neto final de efectivo.

En eso tiene un papel principal el Banco de la República, como central de pagos para definir que es factible llegar a tener posiciones netas de efectivo con las medidas necesarias de asegurar la calidad del riesgo.

- Neteo final de fondos contra bancos.
- Colaterales para amparar líneas de operación con activos de máxima liquidez, básicamente deuda gubernamental.
- Cupos de crédito y manejo de transferencia de fondos virtual para amparar la posición de agentes del mercado.
- Hay muchas entidades que no pueden participar en los convenios de los sistemas de pago de un país. Estas entidades requieren canales de acceso a sus sistemas, que son negados porque no tienen la capacidad o no cuentan con reglas que garanticen su acceso a los mismos. La idea es que todos los agentes no bancarios puedan llegar a través de un agente bancario y cumplir la liquidación de efectivo y en valores.
- Cupos de crédito para fondear cuentas corrientes virtuales con posición irrevocable. Debemos estudiar líneas de crédito colaterales, controles

de riesgo que hagan más efectivo nuestro proceso de liquidación en el mercado colombiano.

- Debemos admitir posiciones en corto para valores, o no se deben admitir, salvo que haya esquemas de aseguramiento de la liquidación y no los tenemos. Nuestro mercado se basa en un sistema de aseguramiento de confianza, pero no es un aseguramiento en firme. Aquí debemos cambiar las normas bajo las cuales operamos y es importante llegar a ello.
- Determinar las normas mínimas de participación que debe tener un mercado para la compensación y liquidación de valores: suficiencia de capital, índices de solvencia y cambio en las leyes de quiebra.

DERIVADOS PESO/DÓLAR
EN EL EXTERIOR

José Luis Yépez*
Vicepresidente Citicorp, Nueva York

* Ha ocupado diversos cargos durante su carrera de más de quince años en el Citibank. Tiene un máster en economía y desarrollo en Tulane University (Estados Unidos).

Más que hablar de los derivados de Colombia en el mercado internacional quisiera explicar por qué existen los mercados *offshore*. Dentro de éstos, hay una serie de riesgos, como el cambiario, el de interés, el soberano, el crediticio, el tributario y el legal; riesgos que son muy importantes porque están en el entorno de dos flujos de movimiento de capital: la inversión financiera y la comercial, activos fijos, empresas y demás. Esto hace que las instituciones financieras, ante un flujo continuo, tengan que estar siempre a la vanguardia de crear productos, canalización de inversión para inversionistas y corporaciones.

Cuando se habla de los inversionistas de corporaciones se hace mención a tres grandes actores, uno de los cuales no está bien catalogado en los mercados de capital y en los financieros. Estos son:

- Los especuladores.
- Los arbitradesores.
- La gente que toma protección cambiaria.

El especulador asume una función en la cual tiende a redistribuir el riesgo de una manera organizada, de tal forma que el mercado de capitales o el de inversión opere eficientemente.

Razones para que exista un mercado *offshore*

- El mercado local es restringido; hay poca capacidad de acceso de los inversionistas al mercado *cash*. En este caso, las corporaciones tienden a buscar un mercado paralelo o alternativo donde puedan realizar sus transacciones de una manera eficiente.
- Bajo desarrollo del mercado financiero local. En muchos casos, algunos mercados financieros no ofrecen la complejidad de productos para que los inversionistas y las corporaciones puedan cumplir con sus funciones de mantener un portafolio de inversiones activo o puedan proteger sus inversiones.
- Hay discrepancias entre la tributación local y la tributación externa. Hablemos de una corporación que toma una posición defensiva para proteger una inversión en un país. Esta protección, desde el punto de vista tributario, puede que sea tratada como una ganancia de capital y tenga una discrepancia contra lo que es impuesto a la renta, lo cual hace que esta compañía busque una alternativa para proteger su inversión en un entorno donde el régimen tributario sea compatible con su contabilidad.
- Bajo costo transaccional. En muchos mercados emergentes latinoamericanos invertir o tomar posiciones derivadas tiene costos adicionales a los costos intrínsecos de la transacción. Un inversionista lo que busca es proteger su inventario contra una posible devaluación o un movimiento de tasas de interés, y muchos mercados cuando proveen esos servicios tienen costos adicionales que encarecen la transacción, hacen que no sea eficiente tomar esas posiciones de cobertura o de inversión en el mercado local y buscan hacer esas posiciones en el mercado *offshore*.

En la exposición anterior se hablaba de los múltiples desafíos y desarrollos para poder estandarizar la compensación. En el mercado *offshore* no hay ningún tipo de problema en cuanto a compensación, mientras que en algunos mercados locales sí lo hay.

La documentación en muchos de nuestros mercados tiende a ser muy sencilla y no detalla a conciencia las obligaciones de las partes. En algunos

mercados es extremadamente complicada, pero tampoco detalla las obligaciones de las partes.

Un mercado *offshore* lo que pretende es estandarizar la documentación para que todas las partes sepan sus obligaciones al punto que, por ejemplo, en el mercado que vamos a ver a continuación la documentación para cualquier transacción de cualquier moneda es siempre la misma no importa si se transa peso colombiano, peso mexicano, etc., siempre vamos a ver que hay una estandarización en cuanto a documentación.

Principios contables adecuados

Se relaciona con el aspecto tributario y cómo los mercados están capacitados para poder informar sobre transacciones de derivados.

Por ejemplo, un *forward* es contabilizado al 100% como riesgo que informa la institución financiera, lo cual merma la capacidad del cliente de poder tomar facilidades adicionales con la institución cuando se sabe que el riesgo no es de un 100%, sino apenas su cambio de valor sobre el tiempo, o valor de reemplazo del contrato.

Sumando las razones anteriores, muchas compañías sienten que sus operaciones dentro de los mercados locales son ineficientes o se escapan de control, tienden a centralizar sus operaciones y tratan de buscar un solo punto de compra o de venta que generalmente va a estar en el mercado *offshore*.

Este mercado se rige por las regulaciones de los centros monetarios grandes como Londres, Nueva York y Tokio y las reglas son estándar para todos.

Dentro del mercado de derivados en Colombia el producto líder, que permite la formación del resto de derivados, es el mercado de *Non delivery forward*, mediante el cual se busca cubrir dos riesgos:

- El riesgo cambiario.
- El riesgo de tipos de interés.

Un *Non delivery forward* (NDF) es un contrato de divisas a término, que va de siete a 365 días. La manera de determinar el valor de este contrato es el diferencial de las tasas de interés multiplicado por su valor *spot*. En este mercado no existe intercambio de principales; a diferencia de un mercado *forward*, donde los clientes o las contrapartes están obligados a cambiar los subyacentes, en este mercado se netean las diferencias. La compensación es en dólares, los clientes no asumen riesgo país; los clientes no tienen el riesgo de moneda en compensación.

Características del *Non Delivery Forward*

Una de ellas es la falta de liquidez, que genera arbitrajes. Obviamente cuando el mercado no tiene acceso a la materia prima, que en este caso es el mercado *cash*. Este tipo de producto también obedece a fuerzas de oferta y demanda y esto genera arbitrajes, en muchos casos. Por el mismo hecho de que la oferta o la demanda de los *Non delivery forward* es limitada estos precios son bastante sensitivos a *shocks* regionales. Eventualmente estos *Non delivery forward* se han convertido en la única alternativa para el inversionista o para la corporación para poder proteger sus operaciones; cuando existen *shocks* regionales tiende a darse una sobre-reacción a los eventos que están ocurriendo.

Un NDF no es una cobertura perfecta, es una transacción sintética que, al no tener ninguna relación con el mercado *cash*, genera lo que se llama *value at risk*. En el caso de Colombia, el *Non delivery forward* se fija contra una transacción, contra un tipo de cambio promedio, que es el TRM. Cuando tenemos un cliente que está comprando o vendiendo en Colombia y tiene que hacer una transacción *cash*, en el momento en que la efectúa y liquida su *Non delivery forward* que fue utilizado para proteger esa transacción, no necesariamente los dos precios van a estar iguales. No es una cobertura perfecta, pero es bastante válida, en ausencia de otras opciones en el mercado externo. Es de fácil acceso y, a lo mejor, es la única alternativa que tiene bajo riesgo país y aún muy bajo riesgo operativo.

El mercado de *Non delivery forward* ha alcanzado unas dimensiones importantes. Brasil y México están a la cabeza, con US\$500 millones por día, entre los dos. Colombia hoy tiende a un volumen estimado aproximada-

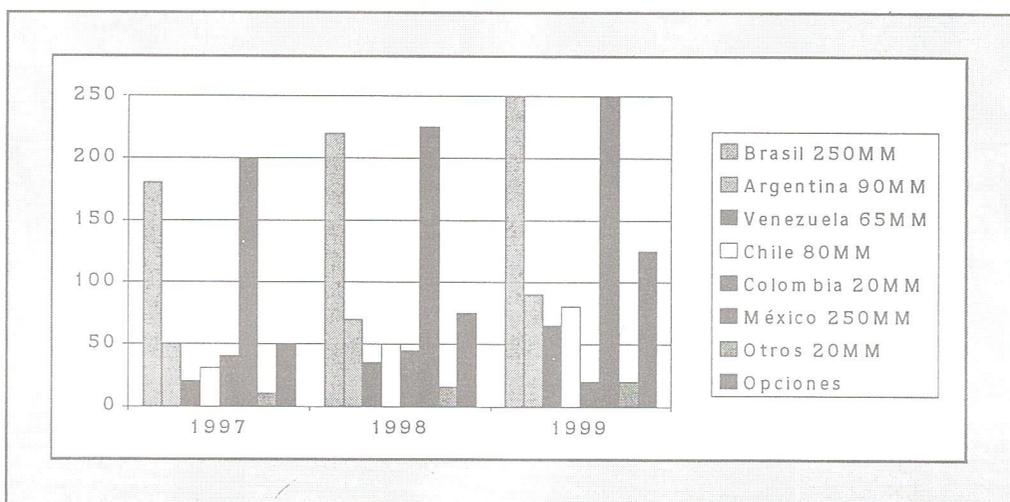
mente de US\$20 millones, cantidad que ha disminuido debido a situaciones coyunturales de la economía colombiana y del mercado internacional (gráfico 1).

El mercado de opciones sobre mercados emergentes, especialmente en Latinoamérica ha subido de una manera importante, lo cual evidencia la participación de jugadores mucho más complejos y que demandan mucho más de los mercados. Colombia en el mercado *offshore* tiene tres o cuatro productos, siendo nuevamente el NDF el producto líder que lo representa en el mercado y la liquidez está altamente relacionada con el mercado *cash*.

Colombia tiene un mercado *spot* bastante restringido por lo cual debemos esperar que también el mercado NDF tenga cierto tipo de restricciones en el monto transado, tanto en oferta como en demanda. El país, por varias circunstancias, posee lo que podemos determinar como un *one side market*. Es un mercado donde siempre se han visto solamente compradores o vendedores.

En la mañana se hacía mención al comportamiento del tipo de cambio con relación a la banda. Ha estado muy pegada al piso o en el techo durante

Gráfico 1
El mercado de *Non delivery forward*
Dimensión del mercado latinoamericano (MM\$/day)



mucho tiempo y eso ha generado que el mercado mantenga siempre un sesgo hacia el comprador o el vendedor.

Una razón para que Colombia no sea bastante transada en el NDF en el exterior es que el número de *market makers* que había en el país ha disminuido sustancialmente. A raíz de la crisis de mercados emergentes de los últimos tiempos el número de casas dispuestas a asumir riesgos en este tipo de mercados, o gente dispuesta a asignar recursos de precio a éstos ha disminuido. Cuando se inició esta función había alrededor de 14 *market makers*; hoy no hay más de tres y se espera que baje aún más.

Otra razón es el mercado ilíquido por la falta de actividad económica que hay en el país, aspecto que ha hecho poco atractivo este mercado a los inversionistas, y por el *spread* muy ancho.

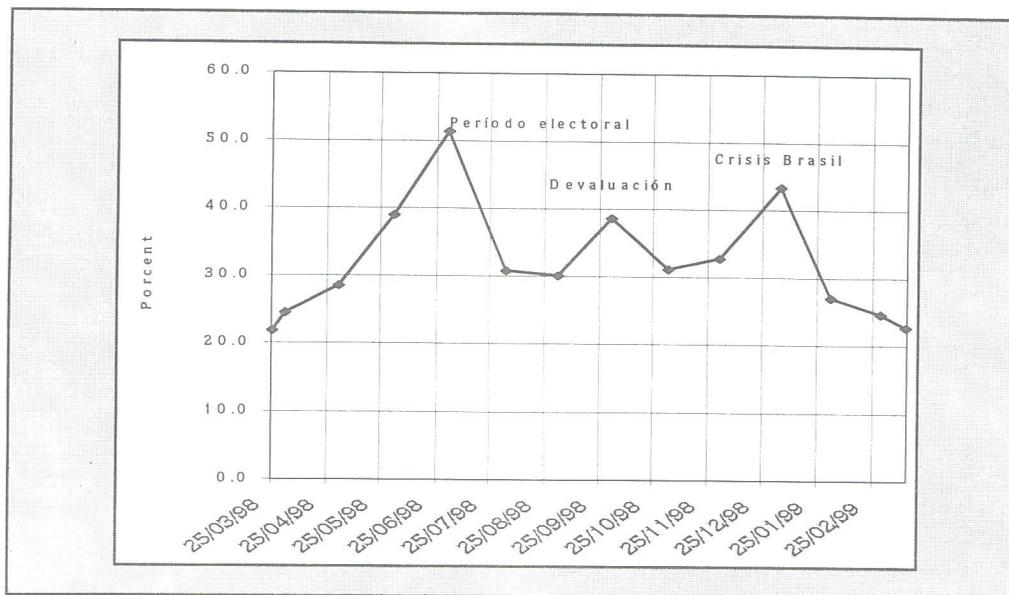
Hay baja demanda corporativa, lo cual hace que los especuladores o la gente que toma posiciones contrarias de mercado también estén ausentes porque no hay una liquidez que les permita tener una ventaja en el mercado.

¿El NDF es un instrumento de ataque financiero? Mucha gente ha pensado que este mercado puede ser dañino para las economías internas y yo pensaría que éste no es un mercado de ataque, es un producto defensivo. Es un sintético que no tiene acceso al *cash*. El NDF responde a las expectativas que tienen los agentes. Las armas de ataque contra un mercado son los agentes económicos locales que no quieren tener la moneda y la venden para comprar el dólar. El NDF trata de reaccionar a estos eventos y entonces se dan algunas disparidades.

Durante el período electoral colombiano en 1998 la tasa de interés llegó en un mes al 50%, y en la época de la devaluación –septiembre, aproximadamente– estuvo en el 40%.

En la crisis brasileña, cuando se esperaba el contagio de los mercados en Latinoamérica, volvió a niveles del 45%. En la actualidad ha descendido a niveles inferiores al 20% para un mes. Nuevamente vemos un mercado bastante tranquilo y el NDF refleja la falta de actividad y de volatilidad del mercado (gráfico 2).

Gráfico 2
Interés implícito NDF a un mes



El NDF sirve como base para crear otros productos derivados en Colombia. Estos productos son los que se llaman *index notes* o notas indexadas, y en la primera categoría tenemos las del peso colombiano. En este tipo de producto la nota la emite un agente en el exterior, lo cual hace que lleve el riesgo comercial del emisor en el exterior. No tiene riesgos de inconvertibilidad porque se va a netear, no se va a compensar con un intercambio de principales.

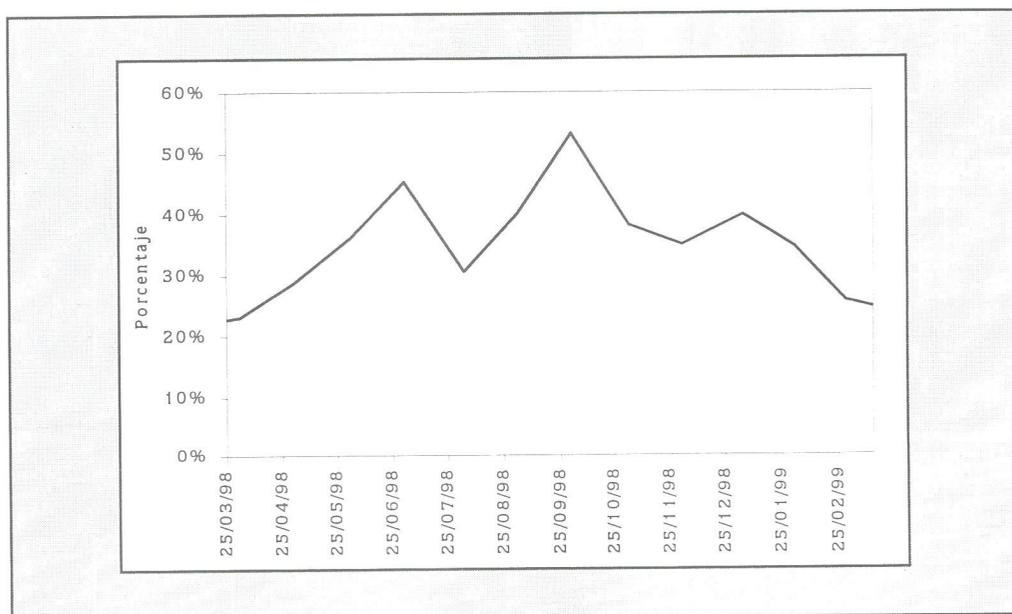
Eventualmente estas notas implican la toma de riesgos de devaluación y se les puede dar una protección de principal, porque toman solamente el riesgo devaluatorio sobre sus ganancias pero nunca sobre su principal. Otro grupo de notas es indexado a los títulos de deuda que puede tener Colombia en un mercado extranjero. Aquí estamos hablando de inconvertibilidad. Hay algunos clientes que por limitaciones regulatorias, por limitaciones de utilización de su balance necesitan comprar o vender el riesgo soberano de Colombia. Lo que el cliente está diciendo es que en el caso de un riesgo soberano está dispuesto a mantener la moneda local y entregar dólares a cambio.

Hoy este tipo de riesgo en el mercado *offshore* se transa a rendimientos aproximadamente de $\text{Libor} + 75$ a 100 puntos básicos, que es uno de los riesgos de inconvertibilidad más baratos que existen en el mercado. Hace unos doce meses Colombia estaba en el orden de 200 a 300 puntos básicos sobre Libor (gráfico 3).

Dentro de este mismo esquema del dólar existen las notas que están indexadas al *default*. Los clientes toman o venden el riesgo crediticio de Colombia. Éste tiene que ser igual al rendimiento que ofrecen las notas en dólares de Colombia en el mercado internacional; está apreciado alrededor de 300 puntos básicos sobre Libor y el inversionista asume el riesgo de país.

En estas notas sería interesante resaltar que una de las razones por las cuales se les reestructura es porque existen algunos activos colombianos, por ejemplo, el 01 o el 07, que tienen muy poca liquidez y los clientes no quieren asumir el riesgo de liquidez o el riesgo de precio a muy largo plazo y entonces reestructuran estas notas donde los clientes asumen el riesgo

Gráfico 3
Interés implícito NDF a un mes



del país. Se modifica la duración, se puede mejorar la liquidez del activo y generar un mercado más eficiente.

Por último, están las notas que son indexadas a activos financieros dentro del sistema colombiano. ¿Cómo se logra el acceso a estos activos? A través de los fondos de inversión que tienen los extranjeros en Colombia. Lo que hacen los inversionistas es asumir riesgo cambiario, riesgo país o riesgos de tipos de interés y se hace contra los activos que hay aquí, denominados en pesos colombianos, o indexados al dólar.

Este tipo de notas se realiza porque son de fácil transacción, son electrónicas y no hay inconvenientes que impidan hacer las acciones con el fisco.

SISTEMAS DE PAGOS
Y COMPENSACIÓN

Fernando Copete Saldarriaga*
*Gerente ejecutivo
del Banco de la República*

* Ha ocupado diversos cargos en el Banco de la República, entre ellos gerente técnico, subgerente de crédito, asesor del gerente general y director del departamento de crédito industrial. Así mismo fue presidente de Carbones de Colombia (Carbocol), y miembro del comité ejecutivo del Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo).

Los comentarios que presento no comprometen a la junta directiva del Banco de la República. Me referiré en esta ocasión al sistema de pagos; tema que tiene que ver con la forma como los agentes económicos realizan sus pagos para atender sus obligaciones.

Un sistema de pagos eficiente puede ser un aliado importante para lograr un mejor desempeño y una mayor productividad de la economía y, *contrario sensu*, si no funciona bien puede generar graves problemas a la misma.

Trataré los siguientes temas en mi exposición:

Recuento de las tendencias mundiales en el tema de desarrollo de los sistemas de pago que se dan a nivel internacional y que sirven para mostrar algunos aspectos teórico-conceptuales de los principios fundamentales que gobiernan el tema de los sistemas de pago.

La situación en Colombia: qué ha pasado en el país. Esfuerzos del Banco de la República en este caso.

Temas de reflexión para trabajar en un futuro y poder continuar con el proceso de modernización del sistema de pagos.

Un sistema de pagos comprende el conjunto de instrumentos y medios utilizados por los agentes económicos para efectuar éstos; los marcos

institucional y operacional dentro de los cuales se realizan tales pagos, los procedimientos operativos y la red de comunicaciones que se utiliza para transmitir la información de los pagos y efectuar la liquidación.

Es el conjunto institucional que tiene que existir para permitir a los agentes económicos realizar sus pagos, bien sea como fruto de una transacción, para pagar una deuda, adquirir activos, etcétera.

Normalmente un sistema de pagos está compuesto por:

- Transferencia de fondos de alto y bajo valor
- Sistemas de transacción de títulos
- Sistemas de transacción de divisas
- Cámaras de compensación
- Sistemas de tarjetas de crédito, débito, cajeros automáticos, redes electrónicas, etc.

Obviamente, aquí nos referimos a los sistemas que van más allá del simple efectivo, que es un medio para realizar transacciones. El aspecto fundamental de estos sistemas se refiere a los procesos de compensación y liquidación y todo sistema tiene que prever cómo las operaciones que se transan a través de él compensan y liquidan los saldos de los agentes que están participando en el sistema y que tienen saldos a favor y en contra.

Es importante diferenciar lo que es una liquidación en forma bruta, es decir, que cada operación a medida que se hace se liquida, genera el movimiento de fondos de un agente al otro de manera automática y en forma individual. Ahí ya no se habla de compensación porque no hay una compensación previa, como sí ocurre cuando se habla de un sistema neto donde las operaciones se acumulan y en determinados momentos del día se acreditan o debitan los saldos acumulados netos. Se hace un neteo de saldos créditos a favor y en contra y solamente los saldos netos son los que afectan las cuentas de los agentes.

En el caso del sistema bruto es operación por operación, en forma individual.

La forma como funciona el sistema financiero es determinante de la confiabilidad y la rapidez con que se pueden efectuar las transacciones, así como de los costos y riesgos involucrados en ellas.

Aquí hay cuatro palabras claves que he resaltado porque son los pilares sobre los cuales se efectúa la evolución de los sistemas de pagos en el mundo. Recuerden que estoy hablando de lo que han sido las tendencias mundiales, en términos de evolución de los sistemas de pagos.

Es interesante anotar respecto de estos conceptos que lo que se trabaje en busca de uno de esos objetivos normalmente produce un efecto positivo en los demás. Por ello, veremos más adelante que una buena parte de la atención de las autoridades en los distintos países ha sido el control de los riesgos en los sistemas de pagos y en efectuar acciones que conduzcan a reducirlos. Persiguiendo ese objetivo se logran los demás: rapidez en las transacciones, confiabilidad y reducción de costos de las operaciones, de tal manera que en la mayoría de los casos no se tienen conflictos; puede ser que en algunas ocasiones se presenten problemas entre los distintos objetivos pero, en términos generales, lo que se hace para controlar riesgos conduce a mejorar los otros aspectos críticos para el buen funcionamiento del sistema.

El desarrollo del sistema de pagos determina el grado de liquidez de los activos negociados en los mercados financieros; mientras mayor sea el desarrollo de un sistema de pagos mayor la liquidez de los activos negociados en él. Este es un principio fundamental, porque en la medida en que los activos tengan liquidez y mercado, en esa misma medida se alienta la inversión de los agentes económicos en esos activos porque no tienen temor de no poder liquidar el activo cuando necesitan la liquidez o, si tienen que liquidarlo, que ello no implique una pérdida de valor en el proceso de liquidación.

Tener mercados que estén desarrollados, que le den liquidez a los activos es un aliciente muy importante para que se produzca la inversión de los agentes.

¿Cuáles son las fuerzas que llevan a los países en el mundo a desarrollar los sistemas de pago?

La globalización económica y la integración de los mercados financieros: Esto tiene un papel muy importante, como en el caso de la Unión Europea, donde lo que han hecho para integrar sus mercados y sus sistemas de pago es algo muy interesante, fruto de una globalización y una integración de mercados financieros.

- Liberalización de controles de cambios
- Autonomía de los bancos centrales en los distintos países
- Mayor competitividad dentro de un sector económico.

Mayor conciencia de las autoridades y del sector financiero, de los riesgos en los sistemas de compensación y liquidación. Esto lleva a que los agentes busquen controlar esos riesgos y a generar dinámica hacia una modernización de los sistemas de pago.

Existencia de avances tecnológicos que permiten introducir mejoras y reducir costos en las operaciones. Estos conducen a desplazar los sistemas de pago hacia sistemas electrónicos y a dejar atrás el uso del papel, que tiene varios inconvenientes como, por ejemplo, el transporte que es costoso y demorado. La desmaterialización de las operaciones es un elemento muy importante.

La piedra angular del tema es el control de riesgos y buscándolo se logran, de contera, los otros atributos indispensables en el sistema de pagos: la confiabilidad y rapidez en las operaciones y la reducción de los costos. A las autoridades les preocupa sobremanera mitigar o minimizar los riesgos implícitos en los sistemas de pagos.

Riesgos

De liquidez: que el agente responsable de un pago esté ilíquido en el momento en que se haga la operación; que haya una carencia de fondos en el momento en que se requiere hacer la liquidación de la transacción.

De crédito: cuando hay insolvencia del originador de la transacción.

Sistémico: es un riesgo que a las autoridades de todo el mundo les preocupa sobremanera, y consiste en la posibilidad de que problemas de solvencia o de liquidez generen un efecto dominó y se esparza esa dificultad de pagos.

La imposibilidad de un agente de tener los fondos disponibles para cerrar las transacciones afecta a los demás y esos a los otros y se genera así un efecto en cadena que genera un riesgo sistémico.

Hay otros riesgos relacionados con todo el andamiaje que es necesario y que tiene que estar en su sitio para que puedan funcionar los sistemas de pago.

Legal: El marco legal sobre el cual se basan los sistemas de pago que establece claramente las responsabilidades de las partes.

Operacional: ¿qué pasa cuando hay errores en los operadores, en la forma como se introducen las operaciones, como se liquidan o como se compensan?

Tecnológico: todos hemos padecido y experimentado este tipo de riesgo. Sucede cuando uno está inserto en un sistema de tecnología y vienen las famosas caídas de los sistemas. Este riesgo es particularmente delicado. Colombia es un país que si bien ha mejorado en los últimos años posee una infraestructura de comunicaciones deficiente y hay que tener mucho cuidado para montar sistemas que sean los más confiables. Ya hoy uno habla de redes de fibra óptica, conexiones que permiten transmitir toda la información y tener una confiabilidad de permanencia en el servicio mucho mejor que la que teníamos hace algunos años.

De seguridad: es un riesgo al cual el Banco de la República le da una importancia mayúscula porque si no se trata correctamente puede convertirse en el cáncer del sistema, porque los agentes pierden confianza en él por la falta de seguridad en las operaciones que se están haciendo, sobre todo cuando hablamos de operaciones de alto valor. El tema de la seguridad de las transacciones es fundamental.

De dónde surgen los riesgos

Los riesgos surgen de los rezagos en tiempo, entre el momento en que hay una orden de pago o una iniciación de una transferencia y el momento en que se produce la liquidación final de la operación. Mientras más amplio el tiempo mayor riesgo y, como corolario, podemos afirmar que entre más se estreche ese rezago más se minimiza el riesgo.

Igualmente, mientras mayor sea el rezago de tiempo entre el perfeccionamiento de dos lados de una transacción, por ejemplo, cuando se está hablando de la compra de un título o de adquisición de divisas es mayor el riesgo. De allí se colige que el esfuerzo de las autoridades y quienes trabajamos en el tema de sistema de pagos debemos estrechar y acortar esos rezagos en tiempo.

Tendencias mundiales en los países industrializados y evolución de los sistemas de pago

1. Buscar la liquidación en los libros del banco central para los sistemas de alto valor y para la compensación interbancaria.
2. Moverse hacia la liquidación bruta en tiempo real para los sistemas de alto valor, que normalmente manejan los bancos centrales. Esto se conoce internacionalmente como el *Real Time Gross Settlement* (RTGS).
3. Moverse hacia la liquidación el mismo día para los sistemas de transferencias de fondos. La operación nace y se perfecciona durante el día.
4. Desarrollar acuerdos para asegurar el cumplimiento de la liquidación diaria de los sistemas privados de transferencias de fondos.
5. Fijar como objetivo ideal alcanzar niveles de saldos flotantes de cero, moverse hacia sistemas de entrega contraparte en las transacciones de títulos para eliminar totalmente el riesgo. Es decir, que el título se entrega cuando hay pago. Y liquidación simultánea definitiva en ambos lados de las transacciones de divisas, lo que se conoce como pago contra pago.

La liquidación bruta en tiempo real ha sido un esquema muy respaldado por las autoridades –principalmente en los bancos centrales– y aplicado especialmente a esquemas de alto valor en las transacciones de las entidades financieras.

La liquidación de RTGS o de tiempo real es una liquidación final, definitiva, que se lleva a cabo continuamente, operación por operación y cada una en forma individual; no se netea con ninguna otra, se va liquidando en la medida en que entra al sistema.

Es un sistema exigente con los agentes en términos de liquidez porque las reservas de las entidades en el sistema donde se liquida tienen que estar siempre alimentando los fondos necesarios para permitir la liquidación de esas operaciones. Es mucho más riguroso en liquidez que cuando hay un sistema de neteo. Y aquí se vuelve crítico el tema de la secuencia de las operaciones porque no es lo mismo tener una determinada secuencia donde los créditos entren primero y después los débitos.

¿Qué ha sucedido en el caso colombiano? ¿Cuál es la dirección en que se han movido las autoridades para solventar los problemas de secuencia de las operaciones, de iliquidez y de mayor exigencia de fondos, para poder llevar a cabo la liquidación de las operaciones en tiempo real?

- Se establecen sistemas de colas o filas de operaciones en espera. Así, cuando los sistemas lleguen a liquidar una transacción y no encuentren fondos se puede generar un freno de esas operaciones y el sistema tiene un repique, es decir, si no encuentra los fondos el sistema vuelve periódicamente a repicar con la operación hasta que los encuentra en la cuenta y permite terminar la operación.
- El otro esquema importante para solventar este tipo de problemas es el del crédito intradía, que consiste en que cuando un agente no tiene los fondos disponibles en el momento en que va a cruzar una operación acude a un crédito intra día para obtenerlos y poder terminar la operación. En este sentido es importante definir el cupo del crédito que se le puede otorgar a un agente, qué tipo de crédito se da, si es sobregiro, repo, qué condiciones se le impone a ese tipo de crédito, requisitos colaterales, etc.

Lo fundamental es tener un mecanismo que permita darles la liquidez a los agentes cuando tengan problemas al respecto.

Ventajas del sistema RTGS de liquidación bruta

Reduce el riesgo sistémico porque va en la dirección de eliminar el rezago en la liquidación de las operaciones.

Provee las bases para las transacciones de entrega que se puedan ejecutar contra pago en el caso de las transacciones en títulos, y de pago contra pago en el caso de las transacciones de divisas.

En la medida en que se puedan hacer estas operaciones se reducen los riesgos para este tipo de transacciones.

Otra manera de hacer la compensación es la neta, multilateral o bilateral. Las tendencias en el mundo son que se haga en sistemas privados y se ha desarrollado una serie de requisitos para que esos sistemas privados de compensación neta puedan funcionar y se minimicen los riesgos existentes.

Para minimizar esos riesgos hay que hacer lo siguiente:

- Establecer cupos o límites de crédito por participante y acuerdos para compartir las pérdidas en caso de que se den.
- Fijar esquemas de colaterales que aporten los distintos agentes que participan en un sistema de compensación neta.
- Buscar mecanismos para acortar los rezagos que ya se mencionaron.

Para el manejo de estos sistemas de compensación neta, internacionalmente se han tomado como pilares fundamentales los famosos estándares *lampaluci*, como principios que deben cumplirse para minimizar los riesgos.

Estos estándares son:

1. Los sistemas de neteo deben tener una base legal firme donde las partes sepan exactamente cuáles son las responsabilidades y obligaciones que asumen.
2. Los participantes tienen que entender muy bien los riesgos implícitos en los sistemas de neteos en que están participando.
3. Los sistemas de compensación de neteo deben tener procedimientos claramente definidos para el manejo de riesgos de liquidez y crédito. Se deben establecer límites al saldo neto deudor de cada participante en la compensación. En esto Colombia todavía debe avanzar bastante.
4. Los sistemas de compensación neta deben estar en capacidad de garantizar, como mínimo, la terminación del proceso de liquidación, aun en el caso de la falla del participante con la posición deudora neta más alta. Esta es una recomendación bastante rigurosa.
5. Se deben tener criterios objetivos y de público conocimiento para permitir el acceso a los sistemas, garantizar la confiabilidad operacional de los sistemas técnicos y tecnológicos y contar con esquemas de contingencia.

Saldos flotantes

Surgen de la diferencia en tiempo entre el momento en que se debita la cuenta de quien origina un pago y el lapso en que se acredita la cuenta del destinatario del mismo. Esa es la esencia del flotante.

Las causas de los flotantes: tienen que ver con procedimientos operacionales que puedan existir en los bancos centrales o en las entidades financieras. Se pueden dar por:

- Insuficiencias en la reglamentación.
- Procesamientos parciales por insuficiencia de recursos para completar la labor en el mismo día.

- Demoras en identificar y corregir errores de procesamiento.
- Demoras en transporte de documentos, en el caso de sistemas basados en papel.

Todo esto genera no solamente saldos flotantes sino que amplía los famosos rezagos de los que hemos hablado. El esfuerzo de las autoridades en todo el mundo ha sido reducir y llegar a saldos flotantes cero.

Los bancos centrales han tratado de eliminarlos o limitar el tiempo de duración de los mismos al máximo para reducir los riesgos, promover una mayor eficiencia y profundización de los mercados interbancarios e incrementar la efectividad de las operaciones monetarias que les corresponden a los bancos centrales. Para evitar los riesgos sistémicos es importante asegurar que se cumpla la totalidad del proceso de liquidación. Eso ocurre cuando los pagos son definitivos, irrevocables e incondicionales. En todos los sistemas deben existir mecanismos que aseguren la culminación de ese proceso de liquidación, aún en el caso de falla de alguno de los participantes.

La otra forma de minimizar estos riesgos es tratar de compensar en los libros del banco central. No estamos hablando sólo de los sistemas propios del banco sino de otros que al final del día compensen el saldo o la matriz de los saldos netos de los participantes en el sistema privado, que vengan y liquiden en el banco central.

Qué ha pasado en Colombia

Ha habido una modernización muy importante en los sistemas de pago de Colombia en los últimos años y se ha evolucionado de uno altamente dependiente del giro común y corriente de los cheques que era el sistema fundamental de pago. Hoy el país se mueve hacia sistemas electrónicos y, en el caso del Banco de la República, hacia sistemas de compensación bruta en tiempo real. En éste han confluído las acciones colectivas del gobierno, del banco central y del sector privado.

Se ha hecho un esfuerzo generalizado para mejorar y modernizar el sistema de pagos, que tiene unos componentes interesantes y que se asemejan a los que existen en otras partes del mundo.

1. El sistema Sebra fue el primer sistema electrónico que generó el Banco de la República, en 1993. Es un sistema de transferencias de alto valor, de compensación bruta en tiempo real.
2. Las cámaras de compensación, me refiero a las tradicionales de compensación interbancaria de cheques.
3. El sistema Cedec, que es la compensación electrónica de cheques.
4. Los depósitos de valores, que ha sido un paso muy importante tanto del Depósito Central de Valores del Banco de la República como el Deceval, que constituyen un avance en el mercado para la facilidad, seguridad y minimización de riesgos en las transacciones de valores.
5. El Sistema Electrónico de Negociación (SEN).
6. Las ACH que empiezan a funcionar en Colombia, las distintas redes de cajeros, tarjetas de crédito y débito y puntos electrónicos de pago.
7. Los sistemas transaccionales de divisas.

El Banco de la República ha trabajado intensamente en el tema de modernización de pagos en los últimos años porque se tiene conciencia que es muy importante, pues el banco tiene que estar involucrado para minimizar los riesgos y hacer más eficiente todo el proceso de pagos en la economía.

En esto se han seguido los lineamientos internacionales en la materia. Los desarrollos que se han hecho están coordinados con el sector financiero a través de los comités técnicos de la Asociación Bancaria; aspecto importante que hay que destacar porque éstos son un mecanismo muy interesante para generar la interacción entre el sector financiero y el banco, donde se pueden discutir a nivel técnico las distintas orientaciones y conceptos, lo mismo que las intenciones del banco en materia de estos desarrollos con el fin de que las acciones y desarrollos que se realicen vayan encaminados a solucionar en la forma debida los problemas que se están presentando en las distintas operaciones.

En eso el concurso de las entidades financieras con el Banco de la República es muy importante y marca un cambio porque antes el banco trabajaba un poco aislado. Desarrollaba e investigaba y después ponía a funcionar unos sistemas y luego cuando interactuaba con otras entidades surgían los problemas que existían o que tenían implícitos esos sistemas. Los comités permiten discutir con las entidades financieras los distintos inconvenientes, para tener incorporadas las necesidades del sector financiero, en el diseño mismo de los sistemas.

El Banco de la República ha tratado de crear todo un esquema integrado y una serie de componentes y de subsistemas que se complementen entre sí. Creó el sistema Sebra para las transferencias electrónicas de alto valor entre las entidades financieras y el gobierno con la Dirección General del Tesoro, el Depósito Centralizado de Valores, el Sistema Electrónico de Negociación, el Sistema de Compensación Electrónica de Cheques y el Sistema de Transferencias Electrónicas de Bajo Valor (gráfico 1).

Estos tres últimos: el SEN, el Cedel y el Cenit son los sistemas más nuevos que están entrando en operación. Lo que ha buscado el Banco de la Repú-

Gráfico 1
Sistema básico

Sebra	Transferencias electrónicas de alto valor
DCV	Depósito Centralizado de Valores
Sen	Sistema Electrónico de Negociación
Cedel	Compensación electrónica de cheques
Cenit	Transferencias electrónicas de bajo valor

blica en el desarrollo de estos sistemas es lograr una mayor profundización y transferencia de los mercados, hacer más efectiva la política monetaria, reducir los riesgos inherentes a los procesos de liquidación, bajar los costos y tiempos de operación por un uso de tecnología de punta y economías de escala, disminuir los flotantes e incrementar la eficiencia.

También ha buscado proporcionar mecanismos para que el sistema financiero pueda prestar nuevos y mejores servicios a sus clientes, integrar las redes de las entidades a través de los servicios que presta el Banco de la República, descongestionar las oficinas bancarias y un registro centralizado que permita conocer el origen y destino de las transacciones.

Voy a referirme a los tres nuevos sistemas que ha puesto en funcionamiento el banco y que pensamos nosotros que prestan un servicio importante hacia la modernización de nuestro sistema de pagos.

Sistema Electrónico de Negociación (SEN)

El SEN es un sistema transaccional electrónico para transar títulos que están desmaterializados en el depósito central de valores del Banco de la República y para hacer repos, fondeos y créditos interbancarios.

Es un sistema muy poderoso que está apenas iniciando. Si miramos el universo de este mercado vemos que representa hoy por hoy cerca de \$72 billones al año; un mercado de repos de \$54 billones e interbancarios de \$109 billones al año. Estas cifras están afectadas también por problemas coyunturales. El mercado de títulos ha estado afectado por la subida de las tasas de interés y los problemas que eso generó en el mercado de TES, y los repos interbancarios igualmente por problemas coyunturales. Pero a pesar de que se han reducido, en algunos casos siguen siendo cifras de un volumen muy importante.

El SEN ya está funcionando. Se han hecho operaciones desde noviembre del año pasado. El inicio del sistema coincidió con la contribución del dos por mil, nacieron casi al tiempo y eso tiene incidencia en el desarrollo del sistema. Se han hecho operaciones de títulos. Se están efectuando operaciones mensuales del orden de \$340 mil millones, monto que viene en ascenso.

Hasta ahora no se han dado operaciones de repos ni de interbancarios y es un punto para anotar, porque para las tesorerías de los bancos es importante activar este mercado. Es un sistema donde se puede crear un mercado formal y organizado, en el que las entidades financieras sepan quién tiene fondos disponibles y quién está demandando fondos. Esto permite tener un medio transparente para la fijación de precios en el mercado, no se identifica la contraparte, hay igualdad de oportunidad entre los participantes y hay disponibilidad de ofertas y cierres en tiempo real.

Los riesgos se minimizan totalmente y se tiene un sistema de entrega contra pago para los títulos y hay control de los riesgos de precio y de liquidez.

Es un sistema que vale la pena que las tesorerías de las entidades financieras se preocupen por activar, porque les puede hacer mucho más eficiente la labor de obtención y colocación de fondos y permite establecer unos precios de mercado, no producto de una segmentación del mercado que distorsiona de manera importante los precios y en ocasiones hace subir las tasas de manera innecesaria. Lo que se ha visto es que las partes no se comunican, sabiendo que existen algunas que tienen fondos disponibles y otras que tienen fondos deficitarios y que los requieren en el mercado. No logran encontrarse en él y acuden unos y otros de manera independiente al Banco de la República: unos para depositar recursos y otros para demandarlos, cuando lo lógico es que si el mercado estuviera funcionando correctamente e integrado, esas partes se hubieran encontrado.

El mercado no funciona correctamente. Por eso el sistema SEN está encaminado a solucionar ese tipo de problemas y a que los participantes puedan entender y tener una visión integral del mercado.

Sistema Cenit

Es un sistema de transferencia electrónica de fondos de bajo valor. Permite hacer operaciones débito y operaciones crédito; transferencias entre cuentas de clientes del sistema financiero, bien sea de distintas instituciones o

de distintas ciudades, con liquidación previa en las cuentas de las entidades financieras en el Banco de la República, lo cual elimina riesgos en las operaciones porque las liquidaciones van por delante, es decir, los fondos se colocan en la cuenta de quien tiene que acreditar al destinatario de los pagos. Elimina riesgos y acelera las operaciones.

La importancia del Cenit radica en que reduce los costos de operación para las entidades financieras. Este es un aspecto muy importante que ellas deben tener en cuenta porque les va a agilizar en la medida en que crezca el volumen de operaciones que se hace en la economía en forma electrónica, en vez de girar cheques. Va a implicar un descongestionamiento importantísimo de las oficinas bancarias y en general del *back office* de los bancos que hoy están sobrecargados de una cantidad de manipulación de papel, porque seguimos siendo un sistema en el que el cheque tiene un papel preponderante y donde muchos de los pagos se hacen basados en papel que llega a los bancos comerciales.

Este sistema amplía la posibilidad de ofrecer nuevos servicios al sector financiero, a sus clientes y agiliza, desde luego, la disponibilidad de los fondos para las entidades financieras y para el cliente. Esas son operaciones que se liquidan el mismo día. Este no es un sistema de liquidación bruta en tiempo real, sino que liquida varias veces diarias, con una compensación multilateral entre las partes que actúan en el sistema.

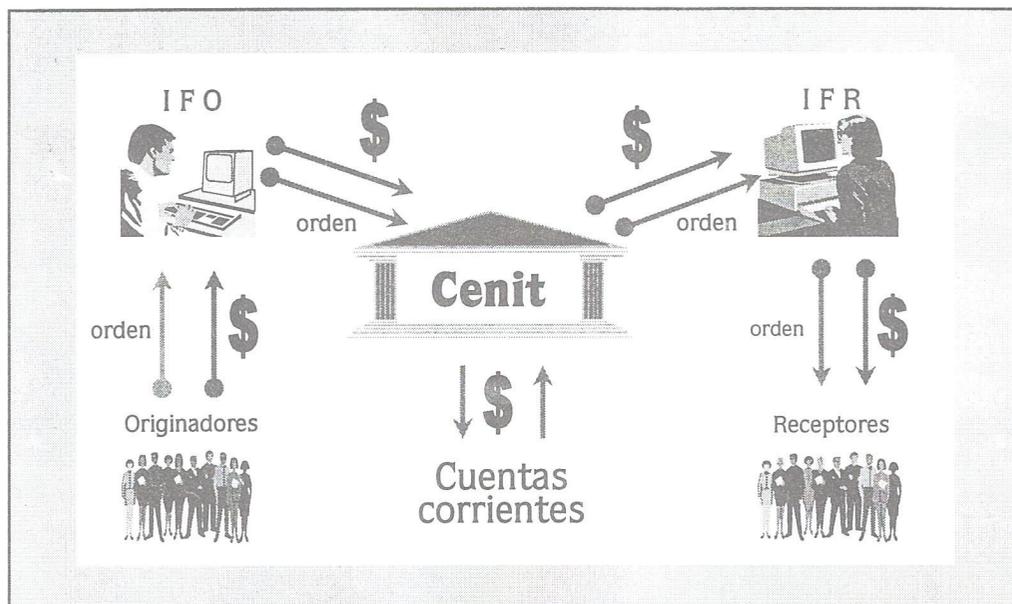
El Cenit permite hacer operaciones masivas bien interesantes, algo semejante como el sistema de domiciliación español, que es eficiente y permite hacer operaciones masivas, por ejemplo, el pago de nómina o de recaudo de servicios públicos, todo en forma electrónica de tal forma que los bancos no tienen que terminar con el cúmulo de desprendibles de las cuentas de los servicios públicos.

Las operaciones crédito

Son unas transferencias de fondos que nacen en el iniciador del pago, van a la entidad financiera generadora que tramite esas instrucciones al Cenit en el Banco de la República; allí se afectan las cuentas corrientes, se debita la cuenta de la entidad financiera originadora y se acredita la cuenta de la

entidad financiera receptora y se le manda la instrucción para que proceda y haga el abono en cuenta de la transacción al receptor de la operación. Esa es una operación crédito (gráfico 2).

Gráfico 2
Cenit. Operaciones crédito

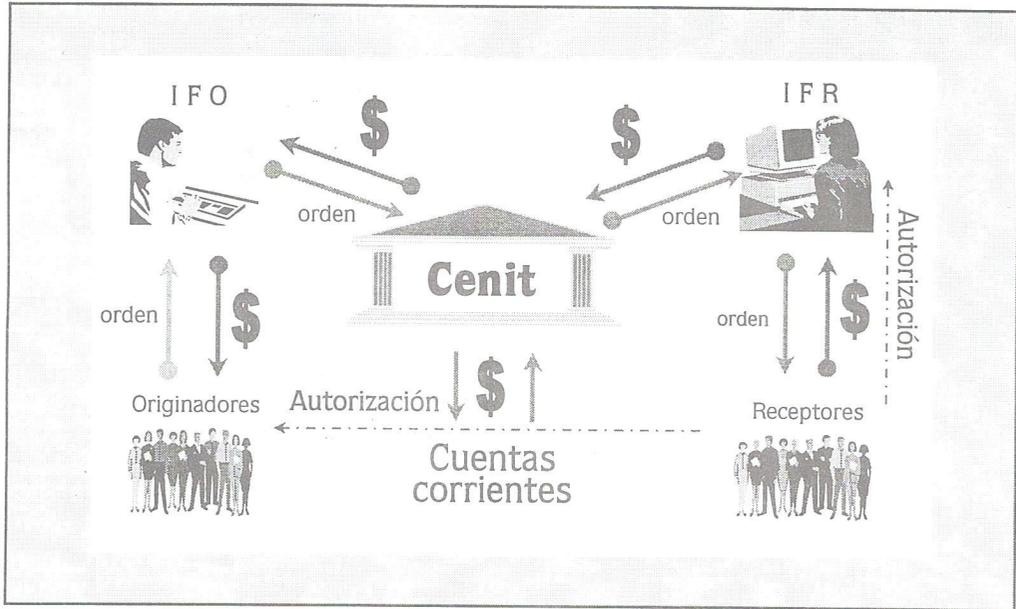


La operación débito

El receptor tiene que autorizar –pensando en un sistema de recaudo de facturación de cuentas de servicios públicos– a la entidad prestadora del servicio para que tramite su factura a través de su entidad financiera y le cargue en cuenta y autoriza a la misma para que cuando reciba esa cuenta se la cargue y haga el pago (gráfico 3).

De tal manera que el originador, que es la empresa de servicios públicos, le entrega en forma electrónica su facturación. Es todo un sistema de recaudo electrónico automático, sin papel y sin la necesidad de un *back office* en los bancos para manejar ese servicio. Y con la facilidad para las empresas de servicios públicos.

Gráfico 3
Cenit. Operaciones débito



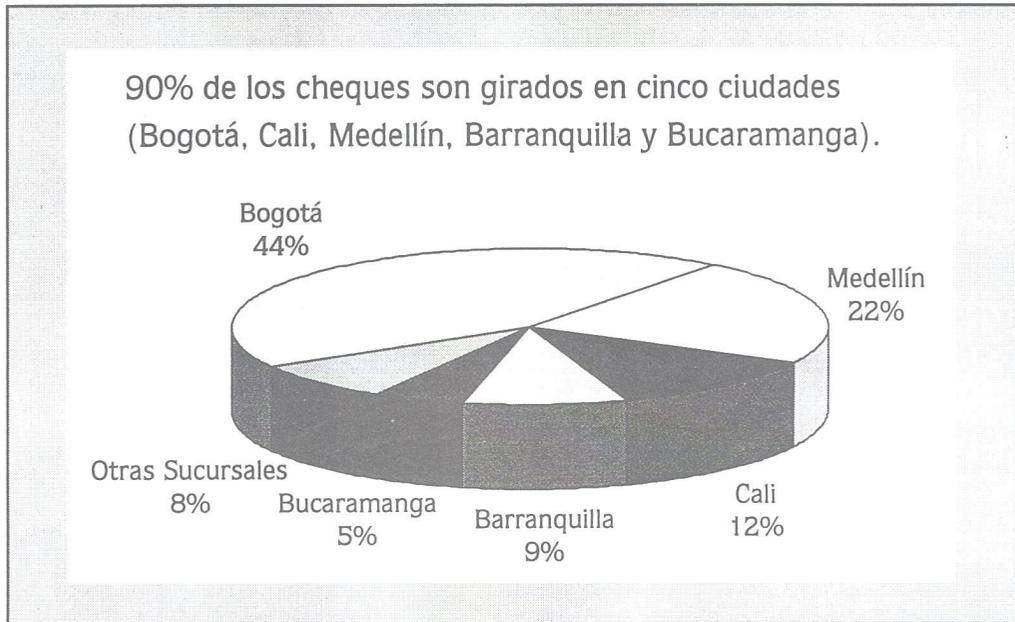
Sistema Cedel

Es un sistema de compensación electrónica de cheques. En Colombia se ha avanzado bastante, han surgido las empresas prestadoras de servicios para la manipulación, lectura y procesamiento de los cheques como también en forma electrónica un sistema de envío de las imágenes y visado electrónico de los mismos.

A pesar de que en muchas partes del país hay todavía el sistema tradicional de compensación de cheques el intercambio físico de los documentos es un sistema bastante eficiente, pues todo su ciclo se produce de un día para otro.

Es interesante ver el alto grado de concentración de los cheques que se giran en Colombia. Esto señala la dirección en que tenemos que trabajar y no es tan complicado pensar que se tecnifique (gráfico 4).

Gráfico 4
Distribución de cheques por ciudades



Temas de reflexión hacia el futuro

Manejo y control de los riesgos sistémicos

1. Secuencia de las operaciones en el Banco de la República para asegurar la fluidez de las operaciones interbancarias con la adopción del sistema de liquidación bruta. Las entidades financieras han vuelto a girar cheques y a negociar posiciones Sebra, todo lo cual indica que hay un factor que no está funcionando bien.
2. Se están estudiando en el Banco de la República los problemas de los horarios en que se apliquen las distintas operaciones para efectos de minimizar los problemas de liquidez en las cuentas de las entidades financieras y cuidar esa cronología en que se suceden las operaciones en el sistema del Banco de la República para que no haya infarto de liquidez en el sistema y se transen las operaciones.

3. Que los fondos de las compensaciones se acrediten en cuenta en el día T, y que la devolución se haga en el día T+1; sin embargo, los fondos quedaron acreditados en cuenta sin restricción alguna en el día T, esa es una fuente de riesgo.
4. El costo y la operación del sistema de crédito (intradía) ya está funcionando en el Banco de la República. Pero, la verdad sea dicha, el volumen de operaciones que se hace todavía es muy poco.

Entonces hay que mirar conjuntamente con ustedes su utilización porque es un mecanismo para destrabar las operaciones.

5. Optimizar nuestros sistemas de colas y repiques en los sistemas.
6. Trabajar conjuntamente en el sistema de truncamiento de los cheques. El sistema Cedec de compensación electrónica está dispuesto para hacer el truncamiento, hay que tomar, avanzar y dar el paso como lo han dado en España, en donde hacen un truncamiento de unos valores altísimos. Eso agiliza enormemente.
7. El acceso de las redes privadas para que al final del día vengan y compensen en el Banco de la República, se está hablando de todas las redes de cajeros, puntos de pago, tarjetas de crédito. El Banco de la República básicamente ya tomó la decisión y la junta autorizó que se abran las cuentas de depósito que se requieran para poder hacer esas compensaciones.

Las entidades que administran estas redes deben tomar la decisión de ejecutar esta posibilidad y que efectivamente vengan esos sistemas y compensen al final del día para facilidad de ellos y reducción de los riesgos implícitos en esos sistemas de compensación.

8. En relación con el portafolio de títulos nos parece que es importante trabajar en la formación de portafolios que puedan ser utilizados como colateral en operaciones interbancarias y con el Banco de la República; allí hay un problema muy serio de disponibilidad de títulos y de limitaciones que afectan la operatividad de las entidades financieras.

9. Estudiar la viabilidad y conveniencia de negociación secundaria temporal de tenencia de títulos de largo plazo. Es un tema que encierra dificultades y la superintendencia tiene también puntos de vista sobre este tema.
10. Desarrollo de un mercado de préstamo de títulos.
11. Desarrollo de un sistema de pago contra pago para operaciones de divisas.

FINANZAS PÚBLICAS EN 1999:
DÉFICIT ESTRUCTURAL, DEUDA TERRITORIAL
Y FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT

Alberto Calderón Zuleta*
Director general de Crédito Público

* Fue vicepresidente ejecutivo de banca de inversión de la Corporación Financiera del Valle y presidente y consultor económico y financiero en Aturgás. Además fue director alterno del Fondo Monetario Internacional. Obtuvo su doctorado en economía en la Universidad de Yale. Tiene numerosas publicaciones nacionales e internacionales, en temas tan diversos como tasa de cambio, riesgos financieros, política antiinflacionaria y banca de inversión.

Algunos habrán leído que ayer la República de Colombia colocó US\$500 millones afuera. Esta colocación ha sido calificada como relativamente exitosa y se presentaron demandas por US\$2.500 millones, US\$650 de esos en Europa.

Un aspecto crucial en este momento, sobre todo frente a los competidores colombianos en el mercado externo, México y Argentina principalmente, es la tradición económica. Las presentaciones de Argentina empiezan en 1992; las nuestras en 1950 y hay historias que sólo Colombia puede contar en el mercado de América Latina.

Devaluación no controlada

Es aquella donde el mercado forzosamente devalúa y se traduce en su mayor parte en inflación, como pasó en Venezuela y en México en 1995. Son devaluaciones de 100% y la inflación se sube a 85. En Colombia eso no pasa desde 1963. La última vez que se tuvo un cambio fue en 1962; esa devaluación de 40% en la época de Valencia, cuando disparó la inflación y tuvo muy poca efectividad.

Si bien ha habido devaluaciones en Colombia, la de 1985 y la de 1998 son devaluaciones dentro de cierto control de las autoridades que no se traducen en precios y que, en últimas, implican una estabilidad en los regímenes

cambiarlos, comparados con cualquier otro país de América Latina, o si se quiere, incluso con países europeos.

Desde la perspectiva de un inversionista extranjero este es un punto a favor, en el sentido de que el área cambiaría es bastante predecible en el largo plazo y de que ha habido un crecimiento positivo durante los últimos 50 años.

Colombia no conoce lo que es una recesión de verdad. Ninguno de nosotros. Tal vez algunos expresidentes pueden conocer la crisis del 23, pero de los que estamos acá, ninguno. No tenemos idea de lo que ha vivido todo el mundo en el área: Venezuela, Perú, Argentina, Brasil, México, Chile, todos han vivido caídas en su producto del orden del -6, -8, -9, -10, -4%. Hacia afuera es un aspecto muy bien visto, porque esto lo que significa es que hay una gran estabilidad a largo plazo en el crecimiento económico.

Si se analiza desde otra perspectiva, Colombia en los últimos 20 o 30 años puede ser el país de menor volatilidad en el crecimiento económico.

Estas son las grandes fortalezas que el Estado trae a la mesa ante inversionistas externos. Hay dos formas de verlo:

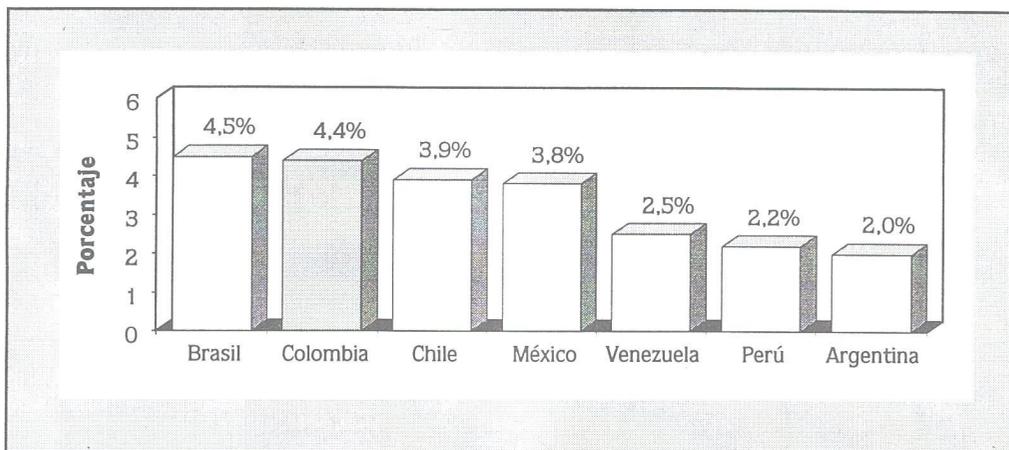
- Alto crecimiento.
- Estabilidad en el crecimiento.

Alto crecimiento

En materia de alto crecimiento, Colombia ocupa el segundo lugar entre los países del área (gráfico 1). Hay un desempeño bastante exitoso de la economía, igualmente importante para los inversionistas por la menor volatilidad. Esto tiene que ver con la heterogeneidad de la economía nacional, pues no depende en un 40% del cobre, como sucede en Chile. La ventaja de esta economía diversificada es que permite soportar los *shocks* externos en una mejor forma y eso explica a su vez la menor volatilidad (gráfico 2).

Gráfico 1 Crecimiento económico

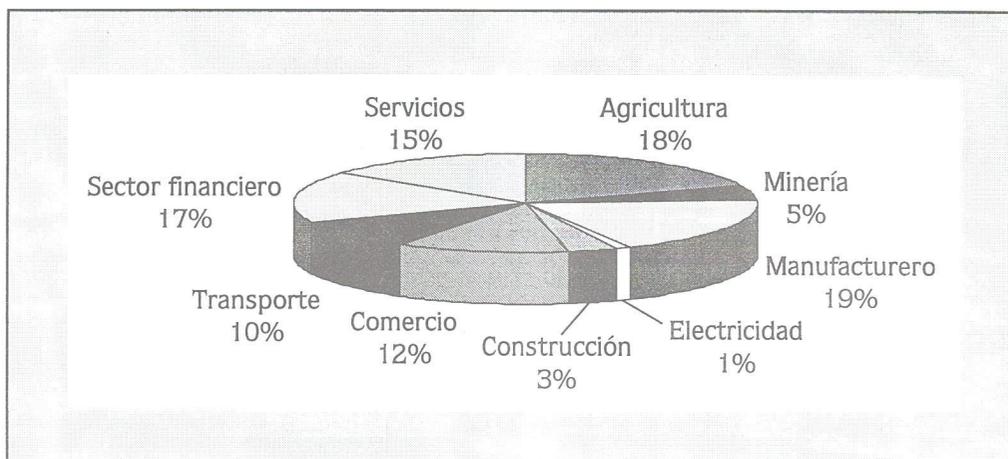
Crecimiento real promedio del PIB (1970-1997)



Fuente: Wefa, Ministerio de Hacienda.

Gráfico 2 Crecimiento económico

(PIB por sectores 1998)



Fuente: DNP, Ministerio de Hacienda.

No quiere decir que Colombia no haya tenido problemas, todos los hemos tenido, pero creo que lo que de alguna manera garantiza la tradición de manejo económico en los últimos 30 años es que los problemas se resuel-

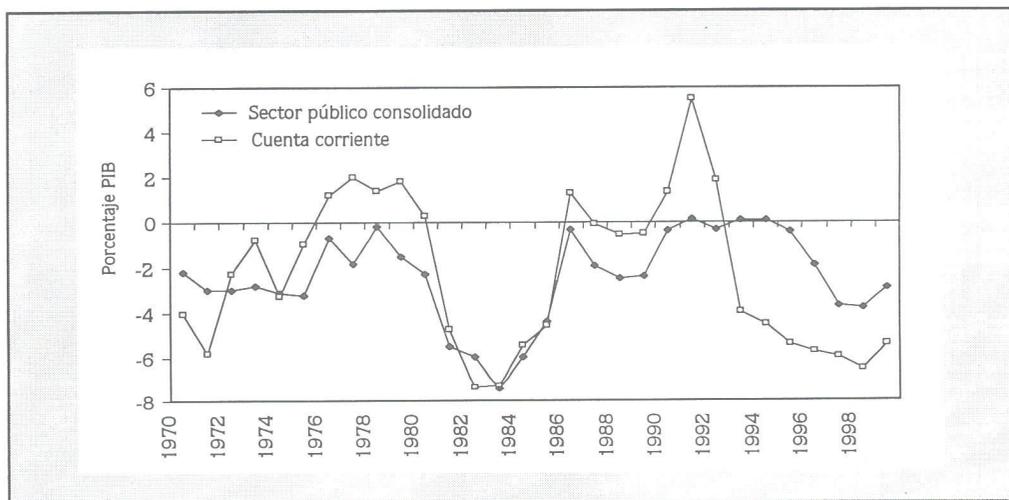
ven a tiempo, a veces no tan a tiempo como se hubiera querido pero, por lo menos, antes de que se traduzcan en crisis que sean inatajables.

En los ochenta hubo una crisis, un deterioro. Aparecen unos ingresos disfrazados de emisión, que era la famosa cuenta especial de cambio, que inflaba en forma artificial los ingresos y de pronto cuando desaparecen esos ingresos hay un déficit fiscal del orden del 7 u 8% del PIB, pero se reacciona a tiempo. En ese momento también se tiene un déficit en cuenta corriente que es lo que, en últimas, genera dificultades (gráfico 3). Las posibilidades de financiamiento y de tener tasas sostenibles de interés repercuten inmediatamente sobre las distintas variables de la economía: tasa de cambio, tasa real, etcétera.

Estabilidad en el crecimiento

Se reaccionó a tiempo. Empieza un ajuste fiscal en 1984, en 1985 se profundiza, en 1986 se llega a un equilibrio. Se continúa con el régimen cambiario, se recupera la tasa de cambio real. En 1983 se recupera dos

Gráfico 3
Saldo de cuenta corriente y déficit consolidado (% del PIB)



Fuente: Sistemas de compensación y liquidación de valores Jeff Stehm, 1995.

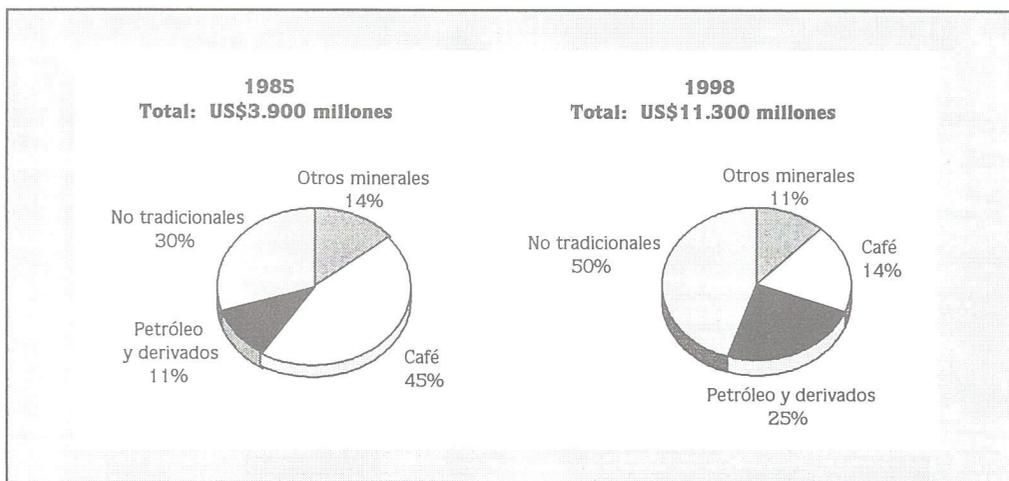
puntos, en 1984 cuatro, en 1985 en el orden de quince puntos. Hay una recuperación de un atraso cambiario y se sale adelante.

En estos momentos se está enfrentando algo parecido, no tan profundo en lo fiscal como en esa época, pero con más inflexibilidades para arreglar el problema fiscal por la descentralización. El déficit en cuenta corriente no llega a niveles tan parecidos, aunque esto ya da una voz de alerta de la necesidad de un ajuste.

Continuando con el tema de la diversificación, hay que anotar que en 1985 el 50% de la economía nacional dependía del café; hoy en día ha pasado a un segundo lugar con 14%. Son las no tradicionales las que tienen el peso del 50%; el petróleo es muy importante pero no es dominante en las exportaciones (gráfico 4).

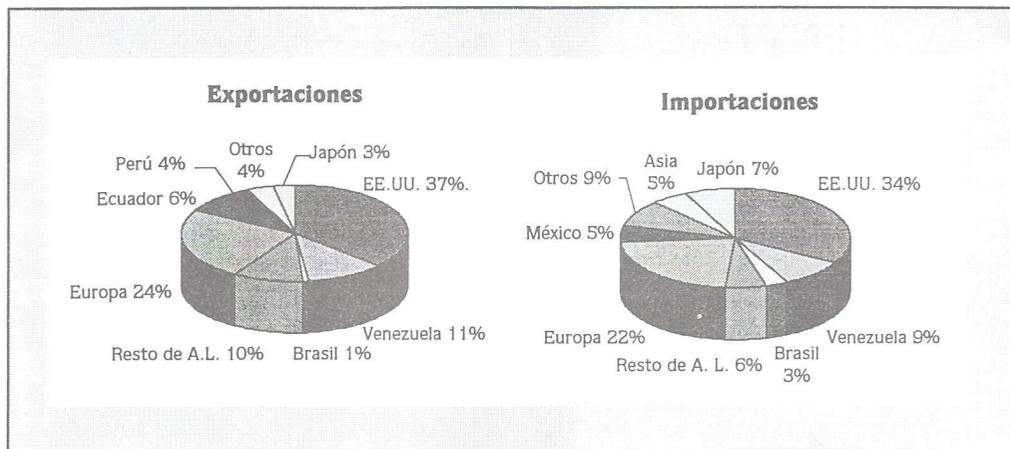
Los principales socios comerciales de Colombia son Europa y Estados Unidos, que constituyen el 65%. Paradójicamente, nosotros exportamos a Francia el doble de lo que exportamos a Brasil. Somos vecinos pero la distancia que nos separa es grande, en términos comerciales. A Venezuela exportamos un 11% y a Ecuador un 6% (gráfico 5).

Gráfico 4
Composición de las exportaciones colombianas



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico 5 Principales socios comerciales de Colombia



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Devaluación no controlada

Una devaluación no controlada se traduce en que la ganancia de competitividad es efímera, en que la inflación se carcome pronto cualquier ganancia. En diciembre de 1994 vino la crisis mexicana. El «efecto tequila» impacta a todos los países en América Latina menos a Colombia, que en ese momento tenía sus finanzas relativamente en orden. Afecta significativamente a Venezuela y lo precipita a una gran crisis, una devaluación del 80%.

Sin embargo, las exportaciones de Colombia hacia Venezuela en 1995 se duplican (de 1994 a 1995); en 1996 bajan y en 1997 se vuelven a recuperar.

Los exportadores colombianos de alguna manera lo que aprenden frente a los ochenta –donde sí sufrieron significativamente– es a soportar tres meses a elevados costos, pero también a esperar a que esas devaluaciones desaparezcan. Algo parecido pasa con Ecuador. En este momento aun cuando es un poco más compleja la economía ecuatoriana está sufriendo una depresión bastante grande y tanto la demanda como la capacidad de absorción interna son bastante limitadas. Creo que la balanza comercial con Ecuador este año no debe sufrir, deben bajar las exportaciones y las importaciones.

Con Venezuela estábamos más preocupados de una devaluación hace algún tiempo. El petróleo hace maravillas, nos ayuda a nosotros y a Venezuela lo salva, o sea que aleja un poco la posibilidad de alguna crisis en Venezuela (cuadro 1). Más allá de eso, el mensaje es que hay que preocuparse por devaluaciones como la brasileña. Argentina tiene que estar muy preocupada, porque la brasileña, por lo menos hasta hoy, está traducándose en una recuperación de su competitividad de cerca de 25 a 30 puntos reales. Eso sí afecta las relaciones comerciales sobre todo en un país como Argentina.

Cuadro 1
Comercio bilateral con Venezuela

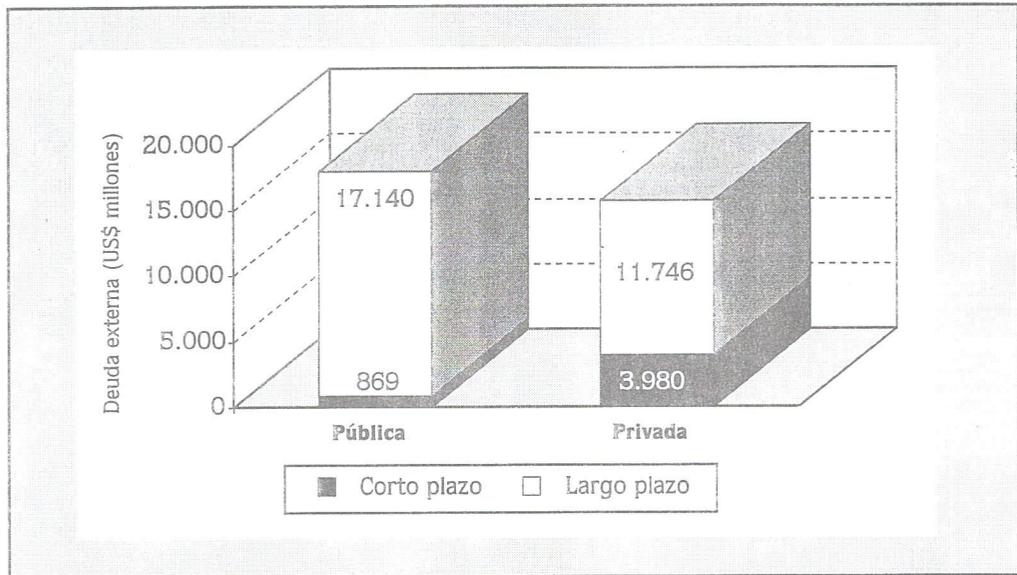
	Exportaciones	Importaciones
	<i>(millones de US\$)</i>	
1993	696,8	689,0
1994	537,2	1.143,0
1995	999,7	1.123,0
1996	778,2	1.134,0
1997	988,8	1.401,0

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Otras buenas noticias son las siguientes:

- El manejo conservador de la deuda que también es muy importante para los analistas internacionales: sector público el 95%, inclusive en el sector privado el volumen es de largo plazo.
- La vida media de la deuda externa colombiana era 5,2 y se debe haber alargado a 5,4 o 5,5 con la última transacción.
- El grado de inversión que tiene Colombia no es un cuento inventado, creo que tiene un fundamento bastante grande en su tradición que es, en últimas, la que lo determina (gráfico 6).

Gráfico 6
Manejo conservador de la deuda externa



Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco de la República.

Los problemas y la coyuntura actual

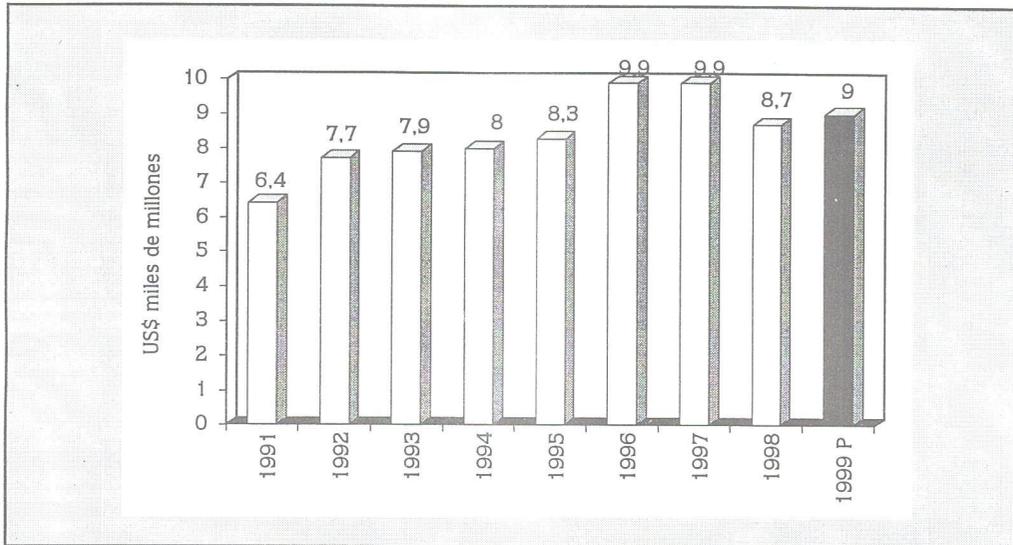
Las reservas del país bajaron el año pasado. Siguen en un nivel razonable, pero disminuyeron sustancialmente (gráfico 7).

Adicionalmente hay una correlación muy grande y con fundamentos teóricos serios entre el déficit de un país y los bajos niveles de ahorro.

España en 1987 tenía déficit del 3%, es decir, parecido al del país, pero hoy estas cifras no pueden compararse porque son niveles de ahorro distintos. Un déficit para Colombia de 3,8% ya es complicado de manejar.

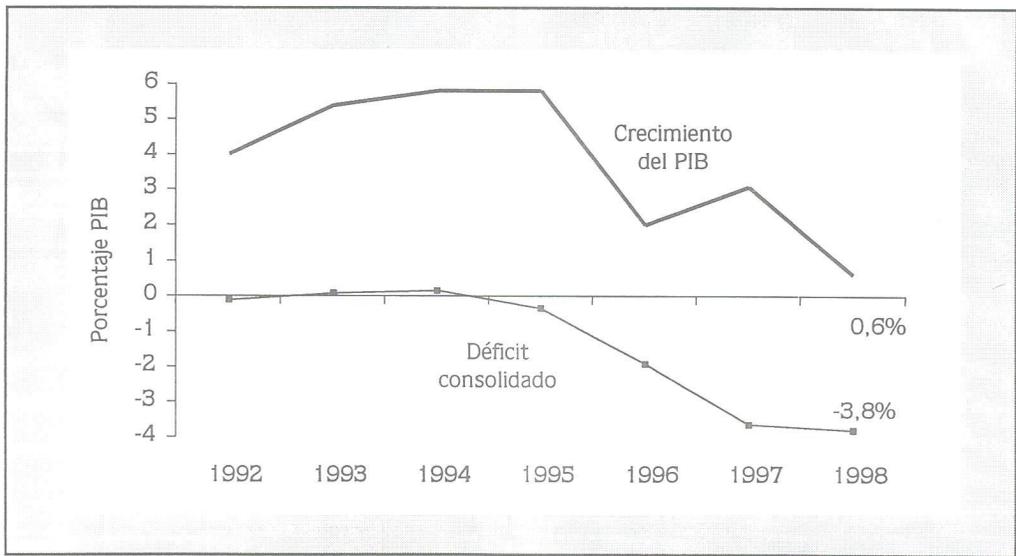
Este deterioro fiscal progresivo y permanente tiene un papel definitivo en el deterioro del crecimiento económico colombiano de los últimos años y, por tanto, el déficit fiscal es un tema absolutamente vital y de primer orden en la agenda para que la economía retome su senda de crecimiento (gráfico 8).

Gráfico 7
Reservas internacionales netas



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico 8
Variación del PIB y déficit consolidado del gobierno central



Fuente: Ministerio de Hacienda, Confis.

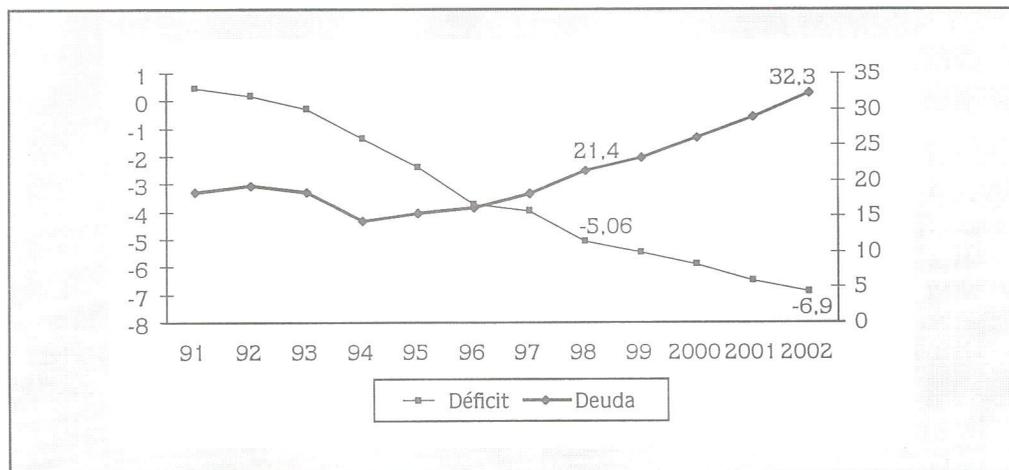
Colombia, a pesar de su grado de inversión, a pesar de toda esa tradición, sufrió un deterioro en sus *spread*, por cuenta de los últimos años, de cómo se ha desarrollado su economía en comparación con sus competidores, con sus inversionistas (cuadro 2). Todavía no hemos recuperado totalmente la credibilidad internacional, pero ya se tomaron todas las medidas pertinentes por lo menos para 1999. La meta es recortar gasto de donde se pueda (gráfico 9).

Cuadro 2
Variables macroeconómicas

	México	Argentina	Colombia
	%	%	%
Crecimiento del PIB 1996-1998	5,50	5,9	1,9
Déficit fiscal consolidado 1998	-1,24	-3,0	-3,8
Déficit en cuenta corriente 1998	-2,20	-3,7	-6,9

Fuente: Ministerios de Hacienda de México, Argentina y Colombia.

Gráfico 9
Necesidad inaplazable del ajuste



Fuente: Confis.

Inversión en Colombia

A cualquier cosa se le llamaba inversión: por ejemplo, el pago de maestros entraba por inversión, así como el pago de hospitales. Pero había que recordar como fuera el gasto, que fue lo que se hizo: un punto del PIB para este año. Se van a utilizar las facultades para modernizar la administración pública, sin embargo, no creo que van a ser de una magnitud importante en la racionalización del Estado, pero habrá que esperar los resultados.

La liberalización del precio de la gasolina. Si se mira hacia atrás el déficit de los últimos cinco años pudo haber sido de US\$2.500 millones. Otra medida muy importante en el sector es lo que se ha hecho, tanto el año pasado y en otros años como lo que se está haciendo ahora en el sector eléctrico. Cuando se miran los déficit el sector eléctrico todos los años tiene un impacto entre el -0,5 del PIB, y el -0,7 del PIB. El drenaje de recursos que ha implicado a entidades como Corelca, como distribuidoras y generadoras estatales, es un reloj que nadie ve pero que marca este año 0,4 del PIB, es decir, cerca de US\$400 millones que salen del presupuesto nacional. Esas privatizaciones no sólo generan eficiencia sino que son ajustes estructurales hacia el futuro.

Obviamente, para la sostenibilidad económica, ese equilibrio fiscal tiene que reforzarse con las reformas estructurales, de lo contrario, creo que el panorama de 1999 y del 2000 no es claro; por este motivo hay que tomar acciones hoy que van a empezar a tener efectos en el 2001, 2002, 2005. Eso nos va a asegurar un panorama mucho más claro de sostenibilidad y de crecimiento.

Si no se toman medidas, como la reforma a la seguridad social, la reforma a las entidades territoriales, municipios (como Ibagué consumen entre concejo municipal y personerías el 50% de su presupuesto). Algo parecido pasa en departamentos vecinos en donde ese componente burocrático casi agota el presupuesto. Son reformas que hay que hacer.

Hay que reducir ese gasto para completar la descentralización. Lo que hubo en Colombia fue descentralización de recursos y no de funciones. El Estado central tiene que reducir su tamaño y son reformas que han sido introducidas al Congreso: la Ley Omnibus del Plan de Desarrollo es una ley que se

está discutiendo en este momento, que tiene elementos muy importantes de ajustes estructurales como, por ejemplo, la modificación a las regalías, que va a ser vital para poder incrementar la actividad exploratoria futura a cambio de unas regalías fijas del 20%, por unas regalías flexibles entre 5 y 25% de acuerdo con el tamaño del pozo. Estas reformas son las que nos van a enfocar en una economía buena. Son reformas vitales y no son sólo del gobierno sino de toda la sociedad, que es la que tiene que presionar para que a través del Congreso esas reformas salgan adelante.

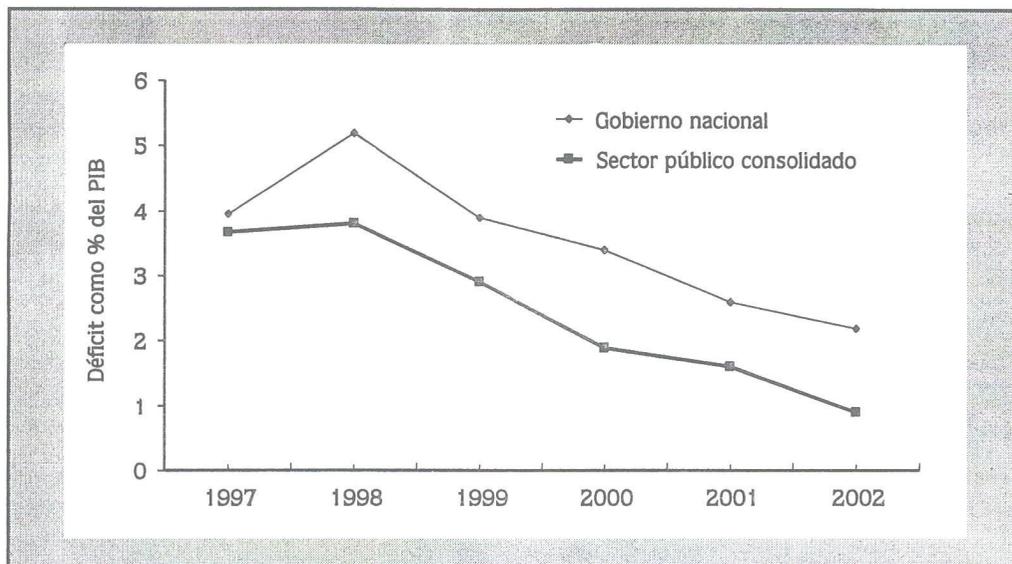
Este es el cronograma con reformas de ajuste fiscal. En 1999 tenemos un déficit por primera vez en seis años. El déficit fiscal viene creciendo durante los últimos seis años, año tras año, lento pero seguro. Sería por primera vez que se revertiría esta tendencia: el déficit del gobierno nacional bajando a 4% y el consolidado al 3%. Esto debe seguir convergiendo y la idea es que en el 2001 o 2002 lleguemos a niveles en el consolidado del 1 o 1,5%, que son niveles manejables para la economía colombiana (gráfico 10). Lo ideal sería que llegáramos a 0%. Este es un cronograma que nos permitiría volvernos a ubicar en la senda de crecimiento de largo plazo y sostenible, que es lo más importante.

Lo que vimos en 1999 indudablemente empieza a tener repercusiones positivas. Se ha abierto un campo para una mejora en la tasa de cambio real en la competitividad del peso y, a su vez, eso ha llevado a una reducción sustancial del déficit comercial (gráfico 11).

Este año se prevé una reducción de US\$1.200 millones en el déficit comercial. Acá no estamos proyectando la tendencia a las importaciones de ahora sino un decrecimiento en las importaciones de 3% más o menos. Por otra parte, se presentó un aumento en las exportaciones menores por las ganancias en la tasa de cambio real; hubo un crecimiento importante en el sector petrolero del orden de US\$600 millones; se registró un crecimiento en el carbón, que alcanzó precios de US\$28 y una leve reducción en el café.

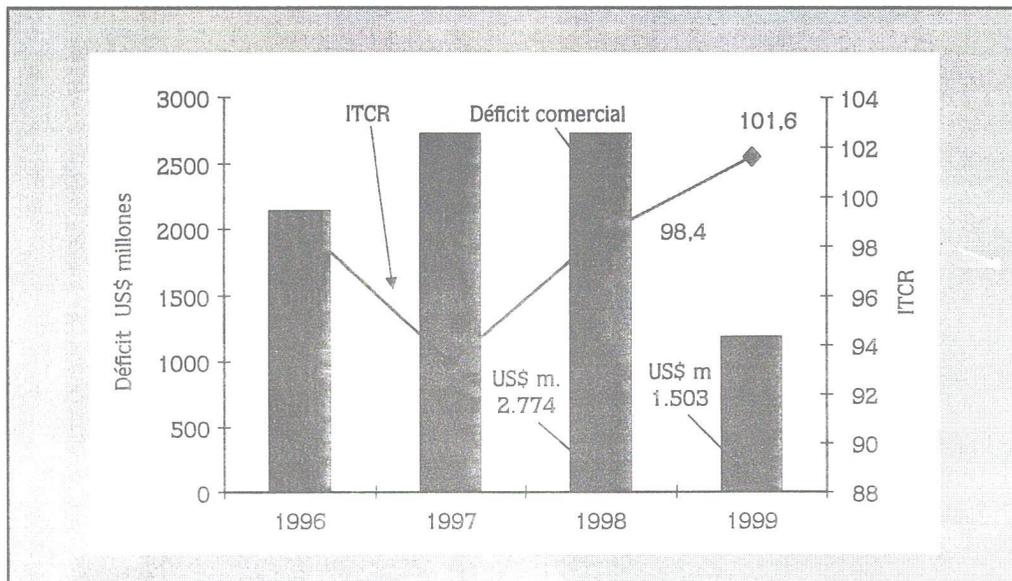
Pero lo más importante es que hay una mejora. Se empieza a revertir el proceso de deterioro del déficit en la cuenta comercial, que en últimas, es el origen de los déficit externos del país. Indudablemente la credibilidad internacional ha tenido un papel muy importante. Esa credibilidad reabrió las puertas. Por primera vez, en años, se va a revertir un proceso de cubrir

Gráfico 10
Efecto del ajuste sobre las cuentas fiscales



Fuente: Confis.

Gráfico 11
Menor déficit comercial



Fuente: Ministerio de Hacienda.

pagos netos a las multilaterales y también se ha facilitado el acceso a los inversionistas privados internacionales. Colombia no veía una operación como la de ayer, con esas tasas, hace más de año y medio, mucho antes de la crisis asiática, inclusive.

La financiación de una economía

¿Por qué es fundamental en una economía como la colombiana con bajo nivel de ahorro reducir ese déficit fiscal y cuánto se puede reducir? Las principales fuentes de financiamiento del sector externo este año (el déficit en la cuenta corriente), como del sector interno (el déficit fiscal), son tres:

1. Las privatizaciones.
2. El crédito externo.
3. El crédito interno.

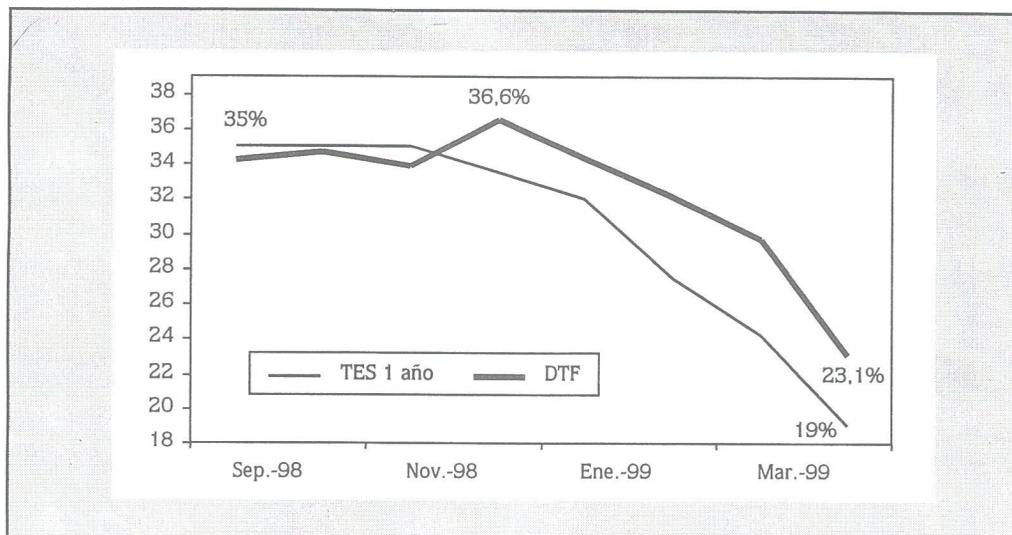
¿Cómo se refleja esto en el ámbito externo?

Este año hay un déficit estimado de cinco mil millones de dólares. Puede ser un poco menor el de la cuenta corriente. La buena noticia es que ya hay bastante certidumbre de que eso está financiado (gráfico 12).

La inversión extranjera neta se supone del orden de US\$3.500 millones. Puede ser superior. Ahí está incluida la inversión extranjera sin privatizaciones normales del giro ordinario de las petroleras, de las financieras y de alimentos. El año pasado esa cifra fue de US\$2.000 millones, el antepasado fue US\$4.000 millones. Somos conservadores y suponemos una inversión extranjera, la más baja de los últimos seis años. Adicionalmente, si tenemos en cuenta las privatizaciones esperadas (ISA e Isagen), que son proyectos de procesos que deben salir al mercado hacia junio. Son empresas bien manejadas con un mercado muy claro.

ISA Transmisión es una empresa que tiene una demanda muy clara por parte de una empresa canadiense y de la red eléctrica de España, e Isagen también. Estas no deben tener mayor problema; incluso con las últimas reducciones de tasas externas, con la de ayer de 9,75% debemos ver unos mejores precios de los esperados. Con la inversión extranjera neta a hoy se

Gráfico 12 Tendencia decreciente en las tasas de interés



Fuente: Banco de la República.

supone que esos tres mil millones son una suma mínima y debe ser sustancialmente mayor.

La otra fuente de financiamiento es la deuda externa pública neta, que está cerca de US\$2.000. Con la última colocación de ayer se han conseguido US\$1.400 millones.

Hay muchas preguntas con respecto al monto colocado y sobre qué repercusión va a tener en el mercado cambiario. Hacia el futuro la oferta y la demanda de dólares en Colombia no estarán relativamente equilibradas, pero debería permanecer en los niveles actuales en términos reales. El sector público tiene un papel muy importante en la financiación de la balanza de pagos, pero su papel fundamental es financiarse a sí mismo, en especial su déficit de este año.

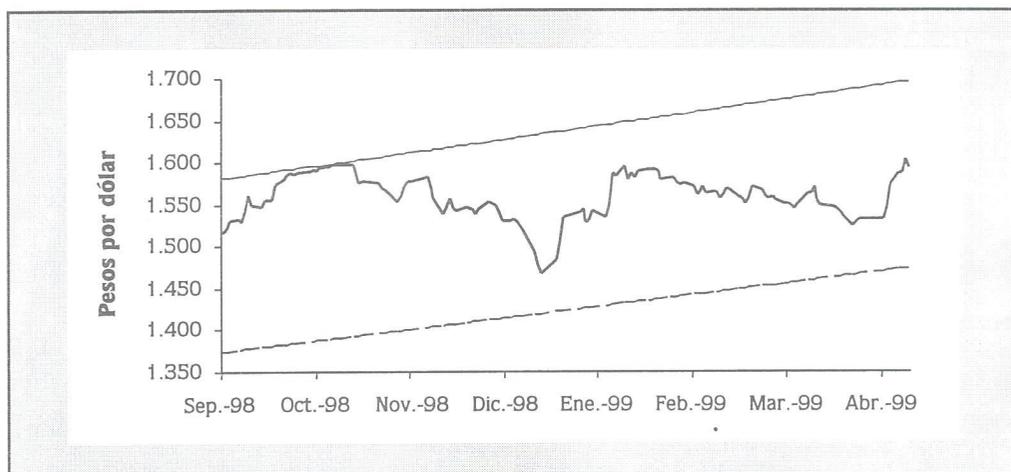
Las tres fuentes de financiamiento del déficit son:

- Privatizaciones que pueden darle \$1.900 miles de millones.
- Sector externo neto, gobierno nacional central, del orden de US\$2.000.

- TES del orden de \$672 mil millones.

Esas son las fuentes de financiamiento que se tienen este año. Se podría decir que son las privatizaciones las que van a permitir tener una economía compatible, una tasa de interés baja y una tasa de cambio estable. Si no tuviéramos el financiamiento de las privatizaciones sería muy distinto (gráfico 13).

Gráfico 13
Tasa de cambio nominal



Fuente: Banco de la República.

Habrán privatizaciones también el año entrante. El país tiene un espacio para volver a crecer, para generar crecimiento económico, mejorar las finanzas públicas. Tenemos tiempo y ahí es donde se ve que la tasa de interés este año es sostenible, que es lo fundamental.

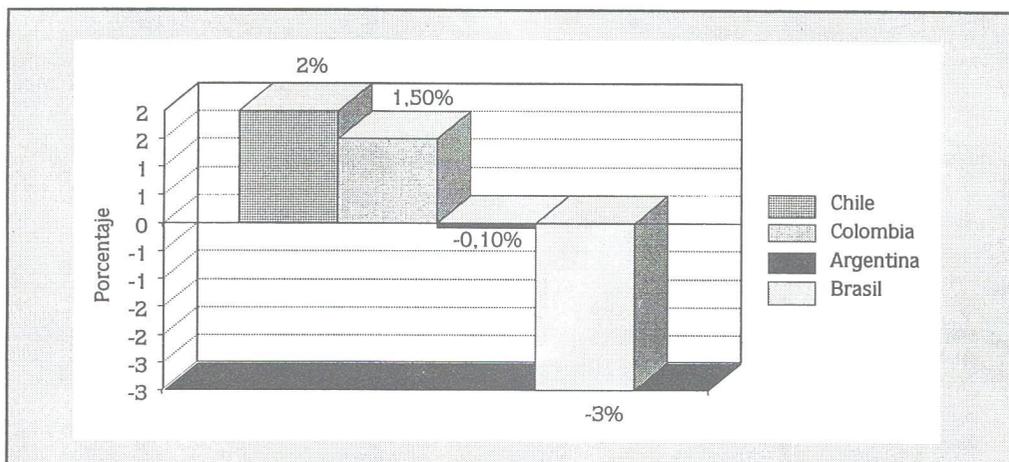
En el frente interno, ¿qué es lo que tiene previsto el gobierno frente a lo sucedido el año pasado?

Si uno mira la cifra de colocaciones menos amortizaciones de TES, el año pasado fue de más o menos US\$2.800 millones. Este año esa cifra es sustancialmente menor, del orden de US\$600 millones.

Las razones principales de la subida de la tasa de interés el año pasado fueron dos:

- El aspecto cambiario. La tasa habría caído mucho más rápido si no se contara con recursos netos superiores a todos los préstamos del sistema financiero combinado en el último año. Así no hay tasa de interés que valga.
- La razón por la cual la tasa de interés está bajando este año es la recesión de la economía (gráfico 14).

Gráfico 14
Crecimiento económico esperado para 1999



Fuente: Credit Suisse First Boston.

Esas son las que dan cierto optimismo: que a pesar de que haya una recuperación de cartera las tasas deben mantenerse en los niveles actuales y que hay una sostenibilidad en la reducción de tasas –por lo menos en 1999– si se hacen las reformas estructurales.

¿Qué pasó en 1997? Que las tasas de interés reales bajaron en dos puntos, la DTF bajó dos puntos con una política monetaria y fiscal expansiva. Eso era absolutamente insostenible.

¿Cuál fue el legado de esas épocas? En 1996 tuvimos un crecimiento económico de 2,1%. Esa política monetaria expansiva nos dejó un legado de un crecimiento de 3,5% en 1997. Ahí está en parte el peligro de las gráficas. Es cierto que la tasa de interés real ayudó algo, pero en mi opinión acabó

deteriorando y agravando la crisis de 1998 porque no era sostenible esa reducción. Una reducción basada en políticas fiscales y monetarias expansivas en ninguna parte del mundo funciona. Esa es la fórmula para una total inestabilidad cambiaria y de la tasa de interés real.

No se puede pensar en reducir tasas de interés reales si no son sostenibles. Eso le hace más daño al proceso productivo y económico que cualquier otra cosa.

La estabilidad se vuelve parte fundamental, es decir, que de nada nos sirve bajar la tasa de interés si el gobierno no es capaz de sostenerla; el gobierno está comprometido en sostenerla en niveles razonables, alrededor del 20%, es posible que suba o baje un poco, pero en niveles que no castiguen la actividad productiva.

El desarrollo de los *spreads* de Estados Unidos, Argentina, México y Colombia

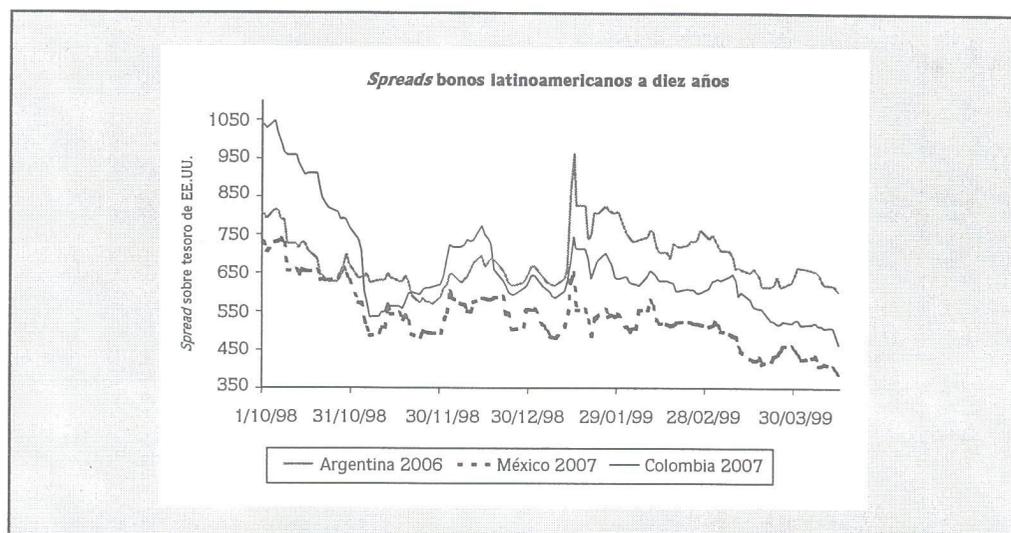
La pérdida de credibilidad en la economía colombiana hizo explotar toda una serie de problemas macros y micros que nos llevaron a una tasa del 15% que, en la práctica, hacía infinanciable al país.

Ciertamente, la crisis nos ha bajado a todos de los *spreads*, pero a unos más que a otros. Colombia ha bajado de 15 a 9,75, México está a 9,3 y Argentina está en niveles entre 10,8 y 11%. Afortunadamente, en los mercados internacionales la credibilidad colombiana se está recuperando más rápido en el mismo frente interno (gráfico 15).

En los mercados emergentes hay tres tipos de inversionistas:

1. Los de mercados emergentes que sólo buscan alta rentabilidad, son muy volátiles, apenas hay algún problema salen inmediatamente.
2. Los inversionistas intermedios.
3. Los de alta rentabilidad, como las compañías de seguros adversas al riesgo. Les gusta el crédito, compran el papel y se lo guardan. Esos son

Gráfico 15 Resultados en el frente externo



Fuente: Ministerio de Hacienda.

los que Colombia ha tenido y los que prefiere tener cualquier país. Son inversionistas que no le van a generar volatilidad, que no se van a deshacer del papel ante el primer asomo de volatilidad o de nerviosismo en el mercado.

Desafortunadamente en 1998 gran parte de la colocación, por la misma naturaleza de Colombia y de su gran volatilidad, fue en mercados emergentes. La buena noticia es que vemos retornar grandes compañías de seguros holandesas que por primera vez vienen a América Latina. Vemos fondos de pensiones de Estados Unidos: uno muy conocido en el mundo financiero, que es un departamento de policía y bomberos del centro de Estados Unidos; vemos muchas compañías y fondos de pensiones, que son en gran mayoría los que compraron la deuda colombiana. A ellos no les interesa tanto el corto plazo, como a nosotros; no les preocupa tanto las recesiones. Para ellos un crecimiento de 0,6% es apenas un ajuste necesario, antes de tener crecimientos menores. Entonces no hay tanta preocupación por eso.

El financiamiento de la balanza de pagos

No es sorprendente que la tasa de cambio esté en el punto medio de la banda. Ahí viene algún comentario con respecto a que la tasa de cambio puede estar un poco más arriba o no.

No hay duda que entre el gobierno y el Banco de la República la banda ha funcionado y debe seguir funcionando. Lo que pasa es que una cosa es no hacer locuras como cambiar la banda cambiaria y otra, no hacer nada. Todos sabemos que hay mecanismos de intra intervención que permiten que la tasa de cambio no sea tan volátil. En esta coyuntura la tasa de cambio en su punto más bajo hace un mes estuvo en \$1.530 y hoy está en niveles de \$1.580.

En el frente interno las tasas de interés –y acá me detengo un poco en lo de los TES– de los TES de 19% a un año sorprendió a todos por ser tan baja. Ahí sí juega el punto de la recesión, pero debemos poder sostener, inclusive en recuperación, tasas similares a esta. En la medida que cada vez el sector público solo haga *overs*, presione menos y le deje más espacio al sector privado.

Con respecto a TES, lo que estamos tratando en Crédito Público es tener un mercado con unas reglas de juego más claras, más transparentes en cuanto a este tipo de mercado. Con el Banco de la República hemos trabajado de cerca.

¿A dónde vamos a llegar en pocas semanas? Cualquier subasta de \$20 mil millones, si se llena, va a ser un computador el que haga el corte de la tasa, va a ser automático. Nadie va a actuar y la idea es que en quince minutos, como funciona el Federal Reserve de Estados Unidos, se anuncie el resultado. Hoy en día, por transparencia del mercado, Crédito Público conoce al mismo tiempo que el mercado los resultados de las tasas. El objetivo es que todos nos enteremos al mismo tiempo cuál es la tasa de corte del mercado. Son acciones pequeñas, que van en búsqueda de la transparencia y del aumento de la eficiencia que nos beneficia a todos.

Había una incertidumbre bastante grande con el dos por mil. Era lo que nosotros creíamos y por eso decidimos mantenerlo y respetar la decisión

del mercado. Un respetado analista criticó mucho esto comentando que por qué le creíamos al mercado, que había que «meterle la mano», etc. Si actuamos así, todos perdemos.

Hubo también un decálogo de por qué no tenía nada que ver con el dos por mil. La verdad es que sí tenía que ver y afortunadamente esto del dos por mil, con una circular de la Superbancaria, Supervalores y el Ministerio se aclara y se despeja el problema del dos por mil en relación con el mercado de TES. El mensaje es que pienso que todos ganamos, en la medida en que dejemos funcionar el mercado; en la medida en que no busquemos controlar precios y cantidades, que es un juego en el cual acabamos perdiendo todos.

Vamos a hacer anuncios con anticipación. Estamos anunciando cupos, subastas mínimas. La idea también es anunciar subastas esperadas con tiempo y darle cada vez más información al mercado para que no veamos esas curvas de rendimientos locos para que empecemos a estabilizar y tener un mercado moderno, eficiente y transparente.

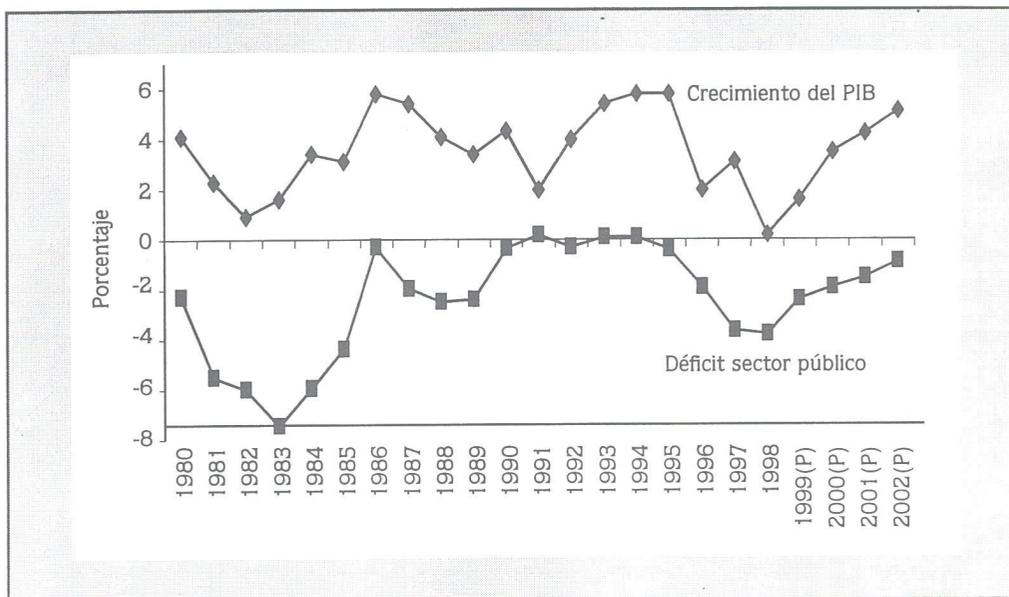
La tasa de TES que históricamente ha convergido, la tasa de TES a un año, la DTF a tres meses, uno esperaría que convergiera o estuviera a niveles similares dentro de algún tiempo. Este año va a ser difícil, pero no hay que perder el rumbo. Hay un entorno internacional difícil, pero más allá de eso lo que uno ve es que la sostenibilidad de la reducción de las tasas de interés nos da alguna esperanza para que a partir del segundo semestre haya alguna recuperación.

Hay que atender problemas microeconómicos actuales. Fogafin está metido en la coyuntura del sector financiero. Lo que definitivamente nos va a sacar adelante es una estabilidad en las variables macro fundamentales, en la tasa de cambio y en tasas de interés reales sostenibles.

Históricamente el Congreso ha reaccionado en las crisis y en eso habría que ser justo. En 1996 empezamos el deterioro. Pero miremos el de 1997, que es interesante. Ahí se quiebra un poco la tendencia. En 1997, el déficit fiscal se deteriora sustancialmente y tenemos un leve repunte, del 3%, pero el costo que se paga es infinito. Mi intuición económica al respecto es que no hubiera sido tan grande la crisis de 1998 si no se le hubiera inyectado artificialmente tanto artificio en 1997.

Hacia el futuro lo que se tiene hoy es una reversión del déficit fiscal y esa es la trayectoria óptima que debe tener el país. El déficit fiscal y las reformas estructurales nos llevan a esto y Colombia recuperaría y estaría enfocada en su senda de crecimiento del 4, del 5% y a lo mejor, incluso, con paz (gráfico 16). Cuando llegué al sector público me decían que estaba contagiado del

Gráfico 16
No hay que perder el rumbo



Fuente: DNP, Ministerio de Hacienda, Confis.

sector privado, espero no haberme descontaminado mucho. Por lo menos uno desde acá ve una luz al final del túnel, que no la veía hace algunos meses. Uno desde acá ve cómo esa sostenibilidad de tasa de interés real, el empuje de esas reformas estructurales nos va a poder llevar a esa economía que todos hemos conocido desde siempre.

CURVA DE RENDIMIENTOS

Germán Salazar*
*Vicepresidente internacional
y de tesorería del Banco de Bogotá*

* Economista de la Universidad Javeriana, especializado en finanzas de la Universidad de Nueva York. Ha ocupado, entre otros, los siguientes cargos: gerente de operaciones y tesorero del Banco de Bogotá Trust Company, Nueva York. Director regional del Banco de Bogotá, Colombia, y presidente del First Bank of the Americas, Nueva York.

La curva de rendimientos permite saber cuál es el consenso de los agentes del mercado en relación con la evolución futura de las tasas de interés. Esto es muy importante para los diversos tramos de la curva, pero particularmente para el tramo del mediano y largo plazos.

En ese sentido, el tema de las expectativas es un elemento importantísimo, ya que les permite a las autoridades monetarias el análisis de transmisión de los impulsos generados en los diferentes tramos de la curva.

En la medida en que el banco central –la autoridad monetaria– actúa, el mercado responde. La curva tiene la gran ventaja de reflejar esa respuesta, es por ello que es de gran ayuda para el banco central.

Así mismo, es una referencia muy importante para los emisores de renta fija cuando definen los *spreads*, porque generalmente basan sus proyecciones y perspectivas en la curva de rendimiento, además de tener en cuenta el riesgo y otros elementos. Igualmente, es una medida fundamental para la medición, control y gestión del riesgo de tasa de interés, para evaluar un flujo, para evaluar un balance y para determinar un valor en riesgo.

En la medida en que los bancos evolucionan la curva de rendimientos tiene una aplicación importantísima en la valoración de activos y pasivos, tanto financieros como reales. En cuanto a los financieros hay una serie de productos derivados y en cuanto a los reales está el tema de los préstamos e

inversiones, sobre todo cuando no hay una cotización en particular para esos activos y es necesario empezar a valorarlos vía descuento de los diferentes flujos.

En la valoración de empresas la curva de rendimiento de cupón cero es la preferida.

Hay otra aplicación muy importante, que es la que surge a partir del arbitraje que realizan los agentes en el mercado; mediante un análisis exhaustivo y una comparación de los precios teóricos y los del mercado, se presentan oportunidades de arbitraje, lo que perfecciona la fijación, determinación y pendiente de la curva a lo largo de su espectro.

En la parte teórica, si uno analiza los textos encuentra gran cantidad de material. Hay mucha gente que se ha dedicado a hacer estudios sobre qué es lo que explica la forma de curva de rendimiento.

Sobre esto hay varias teorías, de las cuales se destacan tres:

- La de las expectativas.
- La de la segmentación del mercado.
- La de la liquidez.

Teoría de las expectativas

Los estudiosos del tema comparten la hipótesis acerca del comportamiento de las tasas *forward* de corto plazo en el sentido de que éstas son las que igualan el consenso del mercado sobre las expectativas de las tasas futuras de corto plazo.

Esta teoría, tal vez, es la más importante y simplemente basta reflexionar sobre qué es lo que uno piensa hacia adelante y eso es un componente vital en la toma de decisiones del inversionista.

Teoría de la segmentación del mercado

Es una teoría un poco más elaborada y tiene un sustento matemático muy profundo. Es la que habla de los segmentos, de los hábitats de los diferentes participantes en el mercado; hábitat que surge posiblemente de la normativa o de políticas internas. Para mirar un ejemplo práctico, en Colombia la Tesorería General de la República, que es una entidad que tiene cierto flotante en su posición de caja, realiza inversiones fundamentalmente en el muy corto plazo, uno o dos meses; el hábitat de la tesorería que maneja un flujo de dinero importante es ese corto plazo como oferente de recursos. Es muy posible que los fondos de pensiones estén más interesados en plazos más largos.

Para los créditos hipotecarios, las personas tendrán interés en conseguir financiaciones a 20, 25 o 30 años. A lo largo de la curva, esta teoría dice que diferentes agentes están ubicados en ciertos hábitats y de acuerdo con la oferta y la demanda que haya de los diversos oferentes en esos hábitats habrá un proceso natural de formación de esa curva.

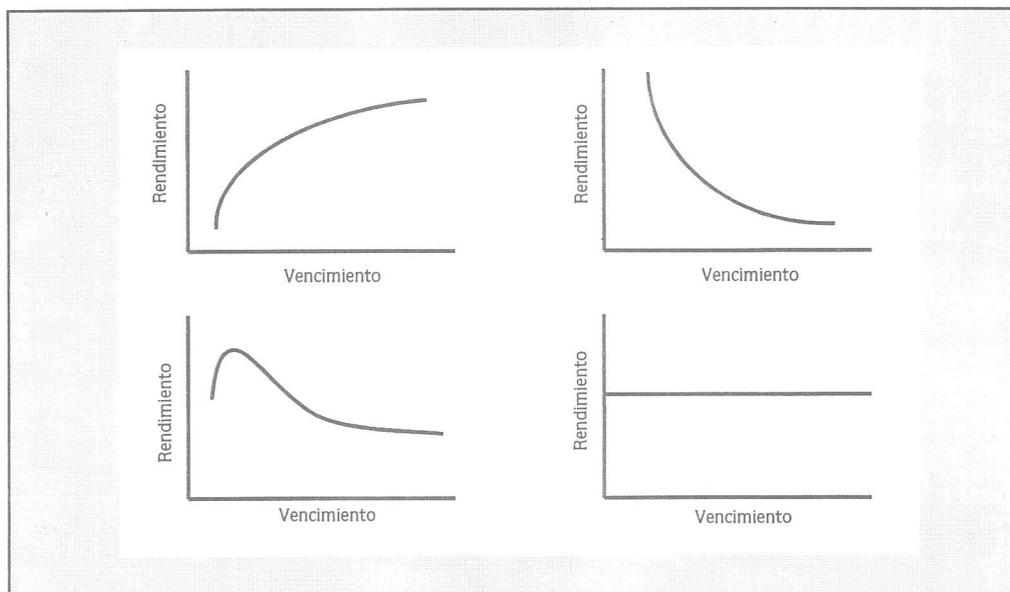
Teoría de la liquidez

Es el mayor rendimiento que el inversionista está exigiendo por irse a unos plazos más largos, en virtud de lo que conceptualmente se entiende como una menor liquidez en la medida en que el inversionista se va más adelante.

En el gráfico 1 se presentan los cuatro tipos de curva convencionales, en donde la pendiente positiva se considera como la curva normal; si uno mira diferentes curvas en distintos países encuentra, incluso en Colombia, una curva de rendimiento mucho más plana. Este es un efecto directo del tremendo progreso en la lucha contra la inflación.

El año pasado, a raíz de las crisis cambiarias en ciertos países –Chile uno de ellos–, se presentaron curvas invertidas. La autoridad monetaria sube las tasas de interés, y en una curva relativamente desarrollada de plazo se presenta una joroba. En ciertos casos, aun cuando ya no existen muchos, se presenta una curva negativa, que en la ilustración parece bastante exagerada.

Gráfico 1 Tipos de curva



En el cuadro 1 se explican las diferentes pendientes de las curvas, en virtud de lo que promulgan las teorías expuestas. En el caso de la curva con pendiente positiva seguramente mucha más gente estará en ese tramo o en ese hábitat de corto plazo. En general, la teoría de las expectativas es simplemente eso: lo que la gente espera que sean las tasas hacia adelante.

Es la deuda pública o las emisiones de deuda pública la que tradicionalmente sustenta las curvas de rendimiento. Hay tres razones fundamentales por las cuales esto es así:

- Porque virtualmente hay una ausencia de riesgo.
- Porque existe una importante profundidad y liquidez en esos mercados.
- Por su variedad de plazo.

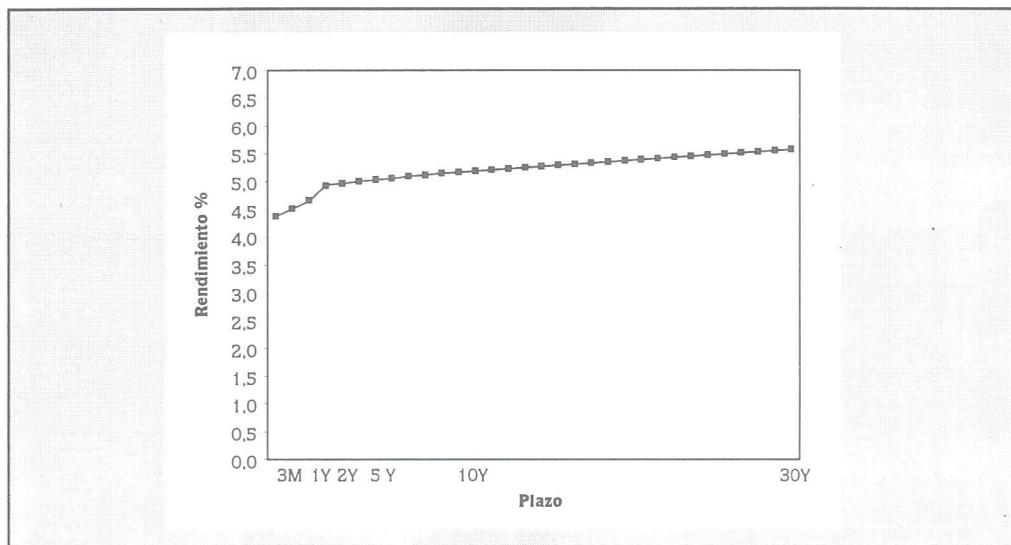
Son tres características vitales para el desarrollo de una curva de rendimiento sustentada en las emisiones de deuda pública.

Cuadro 1
Explicación de la pendiente
de una curva de rendimiento según tres teorías

	Preferencia por liquidez	Segmentación del mercado	Teoría de las expectativas
Pendiente positiva	La curva de rendimiento siempre tendrá una pendiente positiva	El mercado de corto plazo es dominado por una gran cantidad de inversionistas que presionan los precios al alza y los rendimientos a la baja. Lo opuesto es cierto para plazos largos.	Expectativas de tasas más altas en el futuro.
Pendiente negativa	No lo explica	Exceso de préstamos en el corto plazo y exceso de inversiones en el largo plazo.	Expectativas de menores tasas en el futuro.
Plana	No lo explica	Condiciones similares de oferta y demanda en corto y largo plazos.	Consenso de mercado para tasas estables.
Pendiente positiva en corto plazo	No lo explica	Oferta relativa de bonos sobrepasa la demanda normal para las emisiones creando una «jiba».	Expectativas de tasas mayores a mediano plazo y descenso de las mismas a largo plazo.

He querido traer el tema de la curva de rendimiento para los papeles en Estados Unidos, aun cuando uno podría hacer lo mismo para el caso español, que es más fascinante porque es un mercado de sólo doce años y ya vemos que hay una curva hasta de 30 años, con mucha liquidez en todos los tramos. Pero este es el mercado por excelencia más importante del mundo, el americano. Es un mercado con mayores transacciones diarias, mayor cantidad de intermediarios y de instrumentos derivados a partir de esa curva (gráfico 2).

Gráfico 2
Curva de rendimiento EE.UU.
(abril 6 de 1999)



Haré referencia a lo que ha sido ese desarrollo y a lo que sustenta gran parte de los conceptos a partir del tema de la curva y del mercado de capitales en Estados Unidos. Quiero también, muy brevemente, tratar el tema de la curva cupón cero.

Curva cupón cero. Esta es la que convencionalmente se considera como la estructura temporal de las tasas de interés. Se construye a partir de la asignación de las tasas de interés de cupón cero, en los diferentes plazos que la conforman.

Tiene dos grandes ventajas sobre la curva de rendimientos:

1. Elimina las distorsiones creadas por la reinversión de los flujos intermedios. La curva de rendimiento generalmente se refiere a diversos puntos: esa tasa, ese rendimiento para un bono, que paga ciertos cupones a lo largo del tiempo. Pero la Tasa Interna de Retorno está asumiendo que todos los flujos se descuentan a esa misma tasa. Esa es una gran diferencia con la curva cupón cero en donde, como veremos, cada plazo tiene su propia tasa.

2. Permite el cálculo puro de las tasas futuras implícitas sobre las tasas *forward*.

El cálculo de la curva cupón cero utiliza una técnica que se llama *bootstrapping* que arranca de las cotizaciones existentes para el mercado de deuda con cupón cero.

En el cuadro 2 presento un ejemplo para las emisiones de TES del 6 de abril, en donde se ven los distintos plazos y tasas. Para el cálculo de esta tasa cupón cero, tenemos que hallar los vértices. No nos sirven los años que no son enteros y por interpolación lineal hay unos vértices. Encontramos que estas son las tasas para uno, dos y tres años.

Cuadro 2
Bootstrapping. Tasas de mercado TES
(abril 6 de 1999)

	Años	%
13-01-2000	0,7726	21,55
08-06-2000	1,1753	22,00
01-02-2001	1,8274	22,35
27-07-2001	2,3096	22,97
01-03-2002	2,94041	23,15

Por interpolación lineal se hallan los vértices:

Años	%
1	21,80
2	22,57
3	23,18

Encontramos en el cuadro 3 cuál es el cálculo, que es relativamente sencillo. La tasa del TES de un año es el cupón cero porque no paga intereses intermedios, mientras que la de dos años sí paga un cupón al final del año uno. Para hallar la tasa del cupón cero de dos años miramos que el rendimiento de dos años es 22,57 y 122,57. Para dos años tendrá un cupón de 22,57 y al final de los dos años, 122,57, que representa el principal + el interés de ese período.

Cuadro 3
Bootstrapping. Tasas de mercado TES
(abril 6 de 1999)

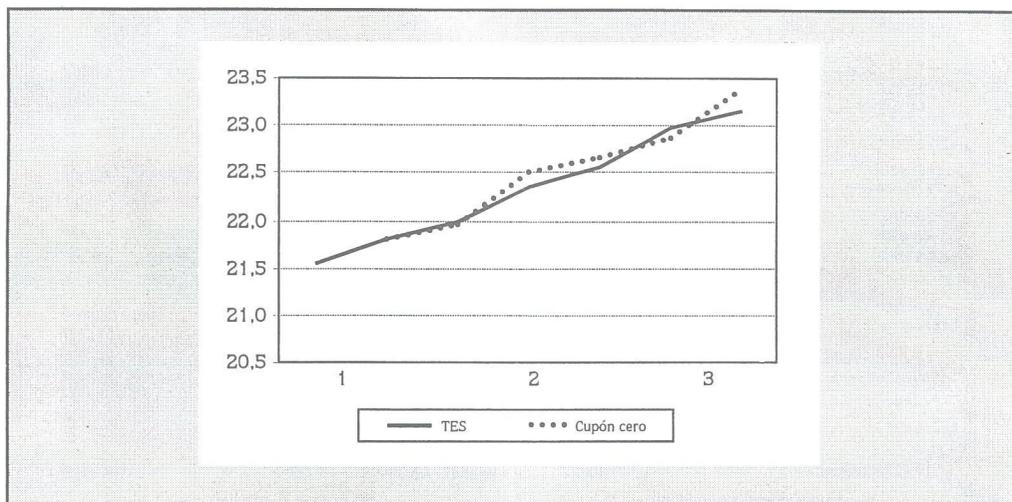
Tasa cupón cero un año	21,80%
Tasa cupón cero dos años	$100 = \frac{22,57}{1,2180} + \frac{122,57}{(1+i(2))^2}$
	<u>22,57%</u>
Tasa cupón cero tres años	$100 = \frac{23,18}{1,2180} + \frac{23,18}{(1,2266)^2} + \frac{123,18}{(1+i(3))^3}$
	23,39%

Se sabe que la tasa cupón cero de un año es 21,80%; descuenta a 21,80% ese primer flujo. No se conoce el cupón cero de dos años, pero como sabemos cuál es el principal, al despejar la ecuación encontramos la tasa cupón cero para los dos años. Este cálculo puede emplearse para todo lo largo de la curva. En el caso de Colombia solamente tenemos, en este momento, una tasa fija hasta tres años; por tanto, el cálculo sólo sería para tres años; Pero esa formulación es aplicable para toda la extensión de la curva de rendimiento. Obviamente la conclusión evidente es que cuando uno compara la una con la otra una está abrazando la otra, y dependiendo de las pendientes y de la cantidad de emisiones y de la cercanía de vértices, podemos encontrar que son más o menos distantes (gráfico 3). Obviamente, en modelos mucho más desarrollados tienden a estar bastante iguales porque el arbitraje se encarga de acercarlas.

Una aplicación muy importante de la curva cupón cero es definir también lo relativo a las tasas futuras implícitas: éstas se interpretan como el consenso del mercado sobre cuánto van a ser las tasas hacia delante; y en un momento en el futuro, cuánto va a ser la tasa de un período determinado.

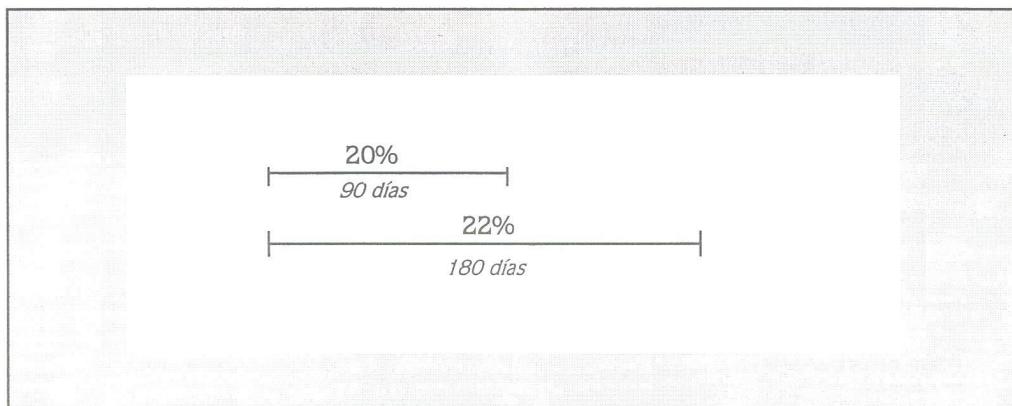
En el gráfico 4 se presenta una tasa de 20 E.A. para 90 días y una tasa de 22% E.A. para 180 días. La definición es conocida por todos, pero la tasa futura implícita le permite a un inversionista que le sea idéntico invertir a

Gráfico 3
Curva de mercado TES y curva cupón cero
(abril de 1999)



este plazo y renovar por otros 90 días a esa tasa futura implícita, que colocar su inversión todo el tiempo a este 22%. En nuestro ejemplo, esa tasa futura implícita es del 24,03%, que es la tasa de indiferencia, o la tasa futura implícita de 90 días.

Gráfico 4
Tasas futuras implícitas
(Forward rates)



Encontré un artículo en un libro, que fue muy elogiado en su momento, en donde se hizo un estudio muy largo en el caso de Estados Unidos para determinar si ese consenso del mercado se cumplía; es decir, si en el análisis de las tasas futuras implícitas, cuando se miraba hacia adelante había una correlación o una semejanza importante entre lo que daba la curva y lo que ocurría en el futuro. El estudio demostró que no existía una relación confiable.

Haciendo un símil con el caso colombiano tomamos siete fechas de 1996 a 1999 (cuadro 4). Escogimos la tasa DTF de 90 días, la de 180 días y calculamos la tasa futura implícita a 90, 180 para 90 días a los 90 y la comparamos contra la que se presentó 90 días después. Como ustedes observan, solamente hubo una donde hay una semejanza, en las demás la disparidad es grande. Luego en el caso colombiano es evidente que es mucho menos confiable e ineficiente si uno fuera a aplicarlo. Pero también el período que se ha tomado fue bastante traumático en nuestra economía, particularmente con movimientos de tasas de interés y mucho más difícil. Este caso era importante traerlo a colación para comprobar el sustento teórico. Sin embargo, hay una función vital en el tema de las tasas futuras implícitas y es la determinación de las tasas de cobertura, particularmente los FRA y los contratos de futuros.

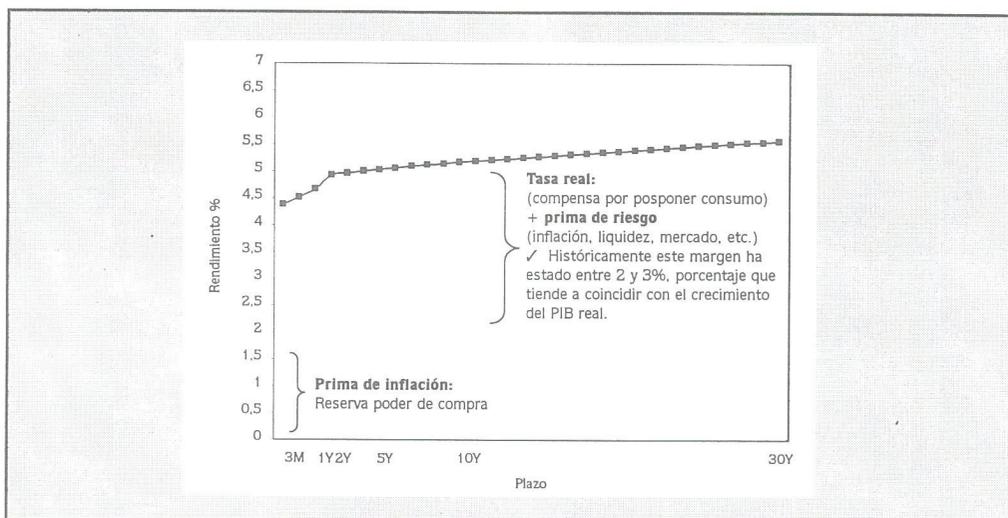
Volviendo a la curva de rendimientos del tesoro americano es importante empezar a descomponer el porqué de esos niveles y de esas pendientes: se

Cuadro 4
Tasas futuras implícitas
vs tasas observadas en el futuro

Fecha	Tasa 90 %	Tasa 180 %	Tasa futura implícita 90-180	Tasa 90 90 días después
Enero-96	33,50	33,68	33,86	33,57
Julio-96	32,71	32,31	31,91	28,02
Enero-97	27,88	29,31	30,76	25,44
Julio-97	23,21	23,85	24,49	22,83
Enero-98	24,28	24,93	25,58	36,19
Julio-98	37,31	34,37	31,49	36,93
Enero-99	35,56	36,19	36,82	24,90

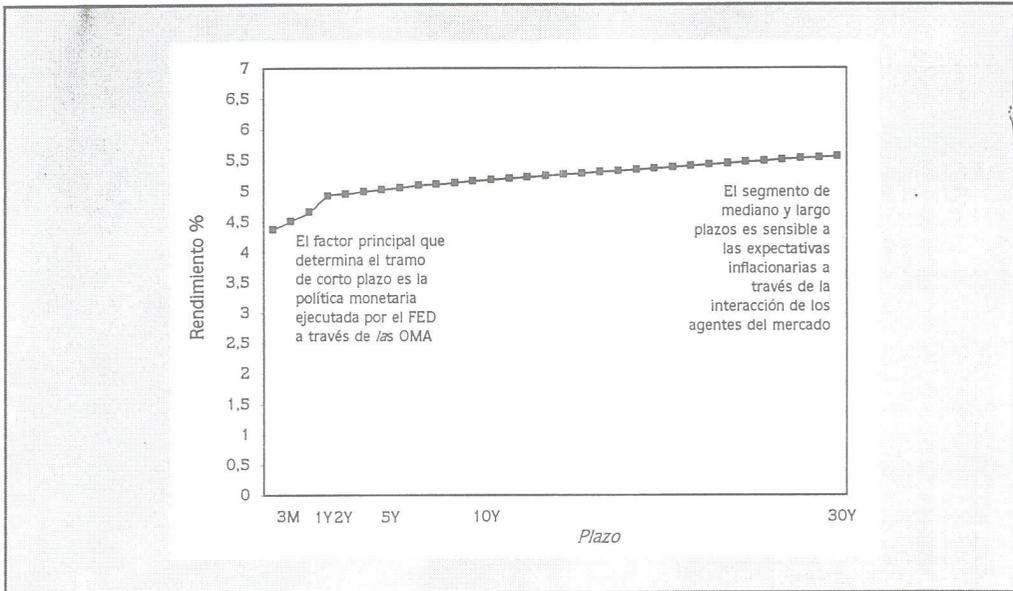
arranca de una prima de inflación que es preservar el valor de compra. En Estados Unidos la inflación el año pasado fue como del orden de 1.6% y eso explica por lo menos este punto de arranque. De otro lado, la tasa real tiene que ver con las expectativas de inflación. Estos son los elementos que explican el tramo del rendimiento para cada uno de estos puntos. En el caso de Estados Unidos el margen ha estado entre el 2 y el 3% históricamente y este porcentaje tiende a coincidir con el crecimiento del PIB real (gráfico 5). Es un concepto interesante que es aplicable a una economía desarrollada con un mercado de capitales bastante profundo, porque para nada se puede relacionar con el caso nuestro.

Gráfico 5
Curva de rendimiento EE.UU.
(abril 6 de 1999)



¿Cómo se forman esas tasas? ¿Quiénes tienen realmente la injerencia o la disposición del manejo de la curva? El muy corto plazo está determinado por la política del FED del banco central, que lo ejerce a través de operaciones de mercado abierto. Para el mediano y largo plazos es un segmento sensible a las expectativas inflacionarias, a través de la interacción de los agentes del mercado (gráfico 6). El banco central maneja esta parte y el mercado maneja el resto de la curva. Cuando decimos que el mercado maneja el resto de la curva hay dos elementos muy importantes para explicar un poco cómo lo hace el mercado:

Gráfico 6
Curva de rendimiento EE.UU.
(abril 6 de 1999)

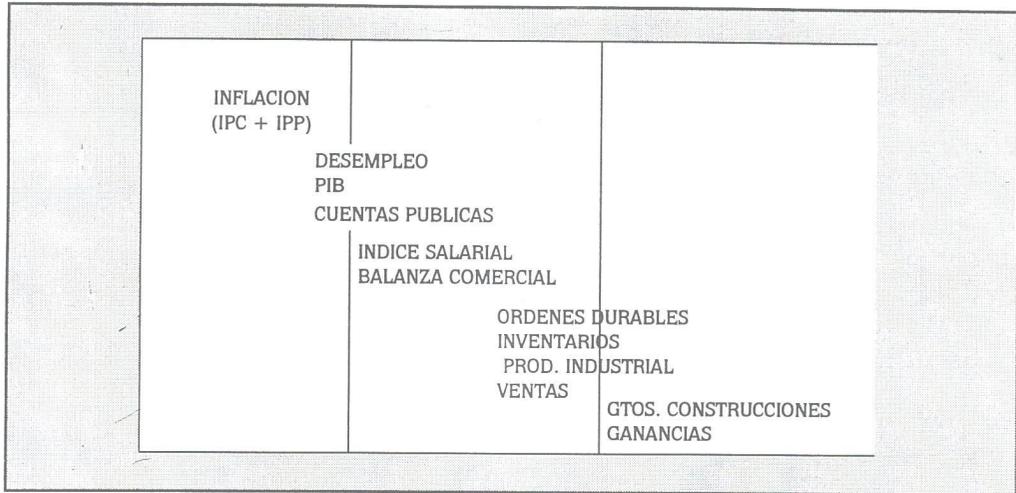


- Es observar al banco central muy de cerca; es un arte, una carrera, para efectos prácticos.
- El manejo de las expectativas a través del manejo de los fundamentales. Todos los agentes del mercado están cerca recibiendo información, formando opinión y percepción acerca de lo que ocurre.

Hay unos indicadores económicos que salen con gran frecuencia. En el gráfico 7 los he colocado en un orden descendente, de importancia, sobre su impacto en la curva de rendimientos cuando el indicador que se divulga presenta un nivel con relativa diferencia a lo que era la expectativa del mercado. La inflación es el enemigo número uno de los instrumentos de renta fija y, por ende, es el más importante de todos en la determinación de la formación de opinión y de expectativas por parte de los participantes del mercado.

En el cuadro 5 se resumen los principales indicadores, porque en algunos meses salen más de 40 o 50 que tienen que ver con todos los segmentos de

Gráfico 7 Indicadores económicos



Cuadro 5 Agenda mensual de noticias económicas en Estados Unidos

Primera semana	Segunda semana
<ul style="list-style-type: none"> • Reportes de gerentes de compras • Gastos de construcción • Ventas viviendas nuevas • Solicitudes nuevos empleos • Ordenes de compra • Tasa de desempleo • Inventarios mayoristas 	<ul style="list-style-type: none"> • Índice precios al consumidor • Índice precios al producto <ul style="list-style-type: none"> – Excluye alimentos y energía • Ventas anticipadas al por menor • Ventas al por menor sin autos • Ganancias reales • Inventarios • Precios de importados • Producción industrial
Tercera semana	Cuarta semana
<ul style="list-style-type: none"> • Construcciones nuevas • Balanza comercial • Ventas viviendas usadas 	<ul style="list-style-type: none"> • Ordenes bienes durables • Costo empleo • Deflactor precios del PIB • Producto Interno Bruto

la vida económica en el caso de Estados Unidos y que, dependiendo de cuál haya sido su desempeño, tendrán una mayor o menor influencia en lo que son las decisiones en la formación de opinión o de expectativas de los agentes.

Sin embargo, dependiendo también de cuáles son las circunstancias una información puede ser más o menos importante; una disminución en la tasa de desempleo –en el caso de Estados Unidos hoy– no es lo mismo que la de una economía que tiene una tremenda capacidad instalada o en la misma economía en momentos en que la capacidad instalada es alta. Si el dato del último déficit es alto, o más alto de lo esperado, no tendrá el mismo impacto en el mercado de un déficit mayor, pero en circunstancias más normales, de esta y de otras variables.

Esta serie de datos sobre la economía se divulga periódicamente y tienen total y absoluta credibilidad. Esto les permite a los intermediarios del mercado estudiar los fundamentales y tratar de determinar hacia adelante cuáles pueden ser esos niveles de tasas de interés que les deje llegar al mercado y con un análisis profundo tomar sus decisiones.

A manera de ejemplo traigo los principales informes económicos que se divulgan mensualmente en donde se hacen todos estos análisis que les estaba indicando para que los agentes y los inversionistas construyan sus proyecciones a lo largo de la curva. Hablando del *fed watching* traje un extracto de la minuta del *Federal Open Market Committee* de noviembre de 1998 y aquí hay dos puntos muy importantes que quería comentar:

1. El comité se reúne diez veces al año. Lo hacen como cada seis semanas y en cada junta divulgan las minutas de la reunión anterior. Es un sistema de información valiosísimo. Todos los economistas de las principales entidades financieras o administradores de recursos, con mucho detalle las leen –y son bastante largas– porque reflejan lo que piensan las personas que tienen el manejo monetario. En las de noviembre traje un párrafo muy concreto que es con el que arrancan las minutas, en donde quiero resaltar lo que está subrayado (cuadro 6).

Los señores de la junta del FED decían que la expansión económica estaba teniendo una moderación; hablaban que el crecimiento en el consumo también se había mantenido y que si bien la construcción se había reactivado,

Cuadro 6
Minuta Fomc
(noviembre de 1998)

«The information reviewed at this meeting suggested some moderation in the expansion of economic activity from a brisk pace during the summer months. Although growth of economic activity in the third quarter apparently about matched the pace in the first half of the year, a large buildup of nonfarm inventories had accounted for a significant portion of the persisting strength of the expansion during the quarter. Growth in consumer spending had been well maintained during the summer months, and housing activity had remained at a high level. In other major sectors of the economy, business fixed investment had softened after having surged in the first half, and net exports had declined further, although at a reduced pace. Growth in employment had slowed appreciably on balance during the summer and early fall months, but tight conditions had persisted in most labor markets. Recent wage and price developments han been mixed».

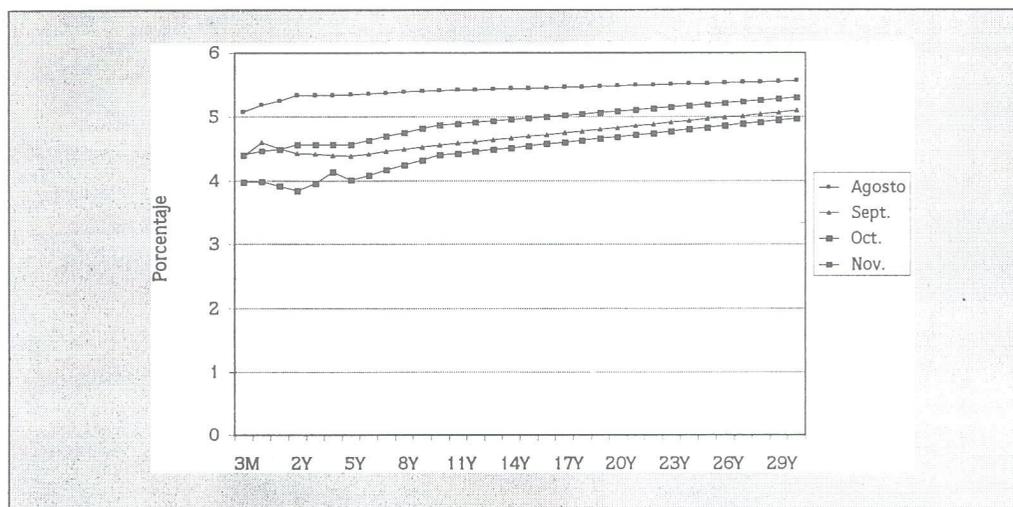
las inversiones fijas se habían suavizado, las exportaciones netas y el crecimiento en el empleo se habían reducido también. Explicaban que el tema de salarios y de precios tenía unos resultados mezclados.

Los analistas miran esto y ven que el banco central está relativamente cómodo y tranquilo con lo que está ocurriendo a través de las principales variables económicas: inflación, crecimiento, es en lo que se resumen gran parte de estas variables.

Acto seguido hay un detalle muy extenso de cada uno de estos elementos que se mencionan en el resumen y que facilitan muchísimo el análisis por parte del mercado. ¿Qué pasó el año pasado? El FED bajó la tasa de fondos federales de 5,5 a 4,75; eso lo vemos a lo largo de estas curvas (gráfico 8) y el mercado respondió casi en la misma proporción. Una de las reducciones fue totalmente inesperada y causó una reducción en la tasa de largo plazo, hubo un desplazamiento de la curva hacia abajo, casi paralelo.

En diciembre el FED tuvo un cambio importante en el tema del manejo de la información. Quiero hacer énfasis en este tema del manejo de la informa-

Gráfico 8
Curva de rendimiento



ción porque me parece que es uno de los grandes problemas que nosotros tenemos hoy en día en Colombia y a lo que se debe gran parte de la confusión que ha existido y esperamos que no exista por mucho tiempo.

Ellos en cada sesión deciden tomar una postura: neutra o hacia una mayor intervención para tener una política más expansionista, o hacia una política más contraccionista. En cada minuta se deriva y se concluye cuál es la postura que tiene el FED; si la postura es neutra se puede pensar que ante ciertas noticias adversas posiblemente no va a haber una reacción inmediata del banco central en el movimiento de las tasas, pero si la postura que definieron en la última reunión era hacia una política más expansionista, posiblemente si el crecimiento económico es menor del esperado el FED va a producir una reducción de las tasas.

El cambio importante que se presentó en diciembre es que a partir de esa reunión deciden que en relación con la postura que adopte el comité se le divulga al mercado inmediatamente, o sea, no se espera a que al mes y medio se pueda leer en las minutas. Esto lo que propende es a una información más rápida y precisa que le permita al mercado tomar decisiones más rápidas y más acordes con lo que está ocurriendo y con lo que están pensando.

2. La segunda razón por la cual quise traer este resumen de la minuta de febrero (cuadro 7), que fue divulgada a comienzos de este mes de abril, tiene que ver con lo siguiente: Las minutas del 2 de abril revelaron que el comité mantuvo unánimemente su política neutra, adoptada en diciembre, a pesar de que los miembros ven pocos signos de que la expansión se haya moderado a unas tasas sostenibles. Obviamente la economía no está cediendo y hay una preocupación por eso. De otro lado, algunos miembros pensaban que debería revertirse la reducción de tasas que existió el año pasado, por lo menos parcialmente, para restaurar lo que ellos pensaban como una postura que fuera más consistente con las tendencias económicas deseables.

Sin embargo, decidieron tomar una postura neutra y se indicó que la razón por la cual lo hicieron era porque posiblemente las reglas tradicionales ya no eran aplicables. La coyuntura sobre un período extendido de crecimiento económico fuerte, tasas de desempleo bajas y ausencia de incremento en la inflación no puede ser explicado en las relaciones históricas normales.

Cuadro 7
Minuta Fomc
(febrero de 1999)

Las minutas de la reunión del Fomc de febrero 2-3 revelaron que el Fomc mantuvo unánimemente su política neutra adoptada en diciembre a pesar de que «the members currently saw few signs that the expansion had moderated to a more sustainable rate».

Se indicó igualmente que algunos miembros pensaban que la reducción de tasas del otoño pasado «might need to be reversed, at least in part, to restore what they regarded as a policy stance that seemed most likely to prove consistent with desirable economic trends».

Finalmente, para explicar la decisión de mantenerse neutral se indicó que las reglas tradicionales posiblemente ya no sean aplicables: «the conjuncture over an extended period of strong economic growth, very low rates of unemployment, and the absence of any buildup of inflation could not be explained in terms of normal historical relationships».

While temporary factors, such as declining oil prices, had played a role in depressing inflation, the persistence of very low inflation under these conditions most likely also resulted from more lasting changes in economic relationships».

Me parece importante traer esto a colación porque en cierta manera el banco central está diciendo que no pueden mirar igual que antes las relaciones entre las variables económicas; que si bien convencionalmente podrían haber tomado una decisión de una postura más contraccionista, no lo han hecho porque hay unos elementos en lo que podría ser llamada la nueva economía, que indudablemente puede empezar también a cambiar un poco la forma de percibir el manejo del FED para estas cosas.

En relación con el manejo de las variables y cómo los mercados convencionalmente podrían reaccionar ante ciertas circunstancias; en los seis paneles del cuadro 8 se presentan unos casos para tratar de ilustrar el asunto:

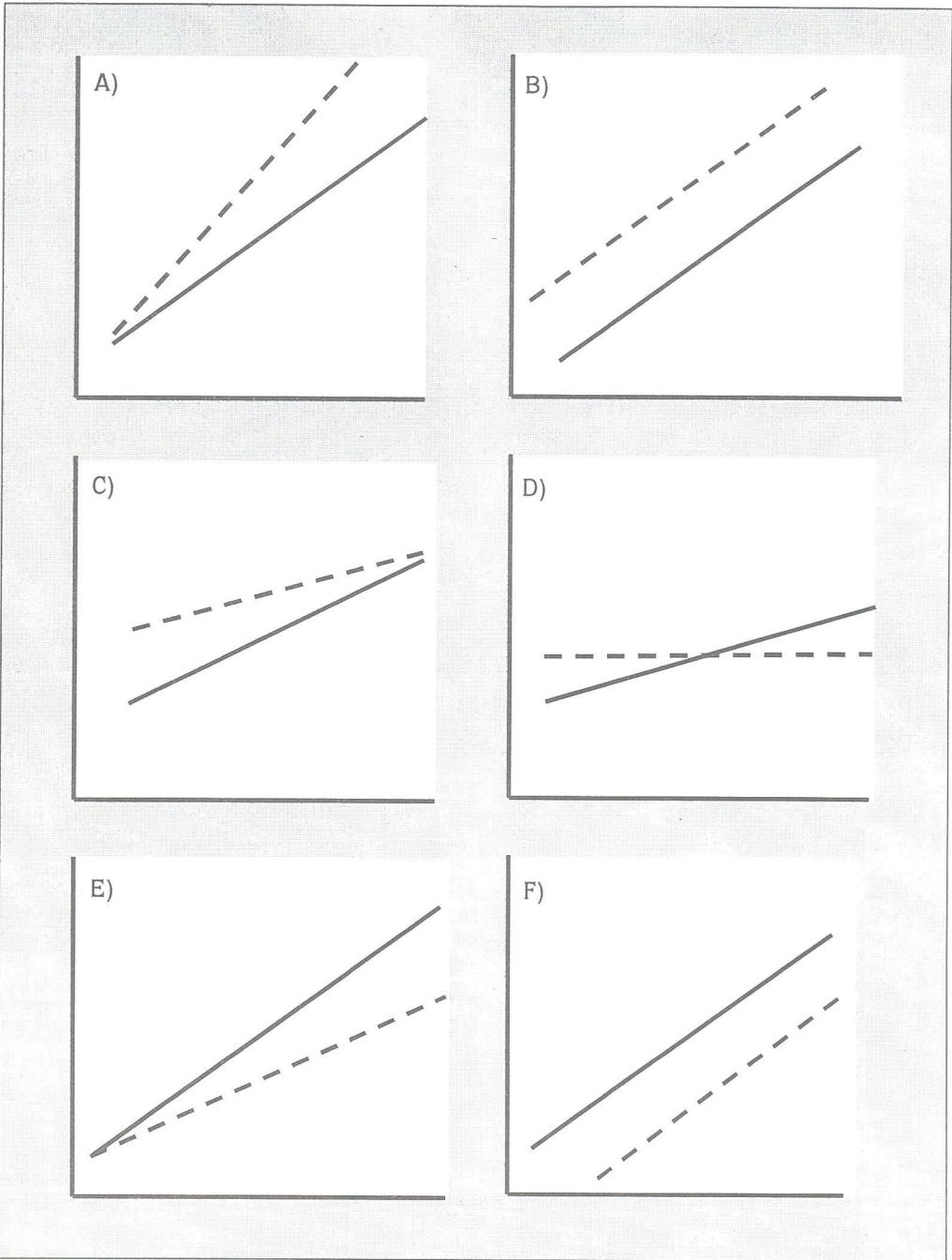
Un desplazamiento de la curva de rendimientos hacia la línea punteada (panel A) es muy posible que ocurra cuando el mercado reacciona ante una información o perspectiva de mayor inflación, mayor crecimiento de lo esperado, un menor desempleo de lo esperado y el tema de salario representa fácilmente la tercera parte de los costos en cualquier tipo de industria y eventualmente esto puede ser causante de inflación, el cambio de postura por parte del banco central pasa de neutro a contraccionista, o por ejemplo, un mayor déficit fiscal.

El banco central no hace nada, pero el mercado, por alguna de estas razones, empieza a levantar la pendiente de la curva. Cuando el banco central adopta una política más restrictiva (panel B) levantando las tasas de interés y posiblemente el mercado, o no lo esperaba, o de pronto piensa que no es suficiente y también el largo plazo se va hacia arriba.

La curva puede tener el tipo de movimiento descrito en el panel C; cuando el banco central aprieta, suben las tasas y el mercado ya tenía descontado ese movimiento en las tasas de interés, le parece que es un movimiento sensato y que lo que está haciendo es proteger al mercado de inflaciones hacia adelante.

En el panel D se presenta un caso ya un poco más hipotético en donde el banco central adopta una política más restrictiva que el sistema, o tenía parcialmente descontados o transmite una gran tranquilidad sobre lo que puede ser el desarrollo futuro de los precios.

Cuadro 8
Curva de rendimiento



En el panel E hay un caso interesante en el sentido que parcialmente está ocurriendo en Colombia. El mercado reacciona ante información o perspectiva de una menor inflación, un menor crecimiento de lo esperado, un cambio de postura por parte del banco central, una mejora en las cuentas públicas, entre otras cosas.

Y, por último, en el panel F el banco central también adopta una política más expansiva, transmite al mercado un mensaje de tranquilidad en cuanto al comportamiento de variables básicas. Posiblemente el mercado no estaba pensando que el tema de expectativas inflacionarias fuera tan positivo: el banco central actúa y el mercado responde.

Hay un elemento muy importante que quiero introducir y sobre lo cual no existe demasiada literatura y tiene que ver con el tema de la psicología del mercado; se relaciona con el comportamiento de los agentes del mercado, su respuesta y reacciones ante ciertos sucesos o informaciones.

Si uno observa lo que pasó con la tasa de cambio en los días pasados hay confusión. Los fundamentales no han variado y la tasa de cambio subió en forma sustancial durante unas sesiones por unos comentarios del gobierno. El mercado reacciona porque cree que puede ocurrir algo basado en una percepción. El mercado tiene un comportamiento que, en este caso o en esta desinformación, lo induce a reaccionar en cierta forma de manera impulsiva.

En días pasados que estaba sentado en la mesa de cambios entraban algunas llamadas y era evidente que había total confusión, nadie sabía qué estaba pasando: «Se está devaluando, no se está devaluando, quién está comprando, quién está vendiendo y por qué». Entonces es muy importante ese elemento de la psicología del mercado, que no solamente muchas veces es que los datos son muy claros y muy precisos, en que hay más inflación, menos inflación, más déficit comercial o menos, sino que hay algo allí que induce a veces a la gente a tomar decisiones y es un elemento muy importante en las fijaciones de precio, en donde definitivamente hay que estar muy alerta. Hay que aprender a manejar ese elemento y entender, en la medida en que el mercado madura. No es lo mismo la psicología de un mercado maduro que uno inmaduro como el nuestro, evidentemente.

¿Cuáles son los agentes que intervienen en este tema?

- Los *traders*: Son personas muy enteradas, asumen riesgos, toman posiciones generalmente de corto plazo, tratan de aprovechar arbitrajes y oportunidades, sencillamente a veces tiran la moneda. Viven de las utilidades que perciben de ese olfato y desarrollan información para aprovecharse de ciertas oportunidades.

Indudablemente le dan profundidad al mercado y ayudan a darles liquidez a los mismos, pero definitivamente son personas cuyo móvil no es otro que el de estar entrando y saliendo en los mercados, buscando la oportunidad y buscando hacer ese margen muchas veces pequeño pero que se justifique, de acuerdo con las normas internas de cada entidad.

- Los administradores de portafolio: Son personas con un perfil muy diferente. Hay clientes que les han encargado el manejo de los portafolios a corto, mediano o largo plazo. Tienen que actuar en forma rápida y tratar de leer el mercado y de buscar mejores resultados y tasas de rendimiento de otros fondos para preservar sus clientes y su puesto. Por ende, son personas que están muy atentas también siguiendo de cerca al mercado y tratando de interpretar muchos de los movimientos que pueden ocurrir, precisamente para maximizar los ingresos en su portafolio.
- Los inversionistas individuales: Muchas veces son entidades financieras, empresas o personas naturales con portafolios importantes y que de una u otra manera están en el mismo plan, observando, tomando decisiones y actuando muchas veces ante ciertos impulsos porque piensan que esa es la manera como tienen que actuar, basados posiblemente en casos históricos o simplemente siguiendo al grupo.
- El gobierno: Es el principal participante generador de instrumentos que tiene que estar, como el banco central, muy pendiente de lo que está pensando el mercado. No solamente es muy importante entre *traders*, administradores de portafolio e inversionistas tratar de entender y anticipar cómo obran sus otros colegas y el mercado y responder ante ciertas circunstancias. El gobierno tiene que entender que hay un grupo de inversionistas y de agentes económicos que están observándolos

muy de cerca y midiendo las decisiones que toman y están reaccionando precisamente con base en eso. Es esa interacción la que es vital para buscar los objetivos deseados más importantes.

Quise traer a colación el cuadro 9 para mostrar la importancia que ha cobrado el manejo de fondos por parte del sector institucional. El total de estos fondos ascendía a \$3,7 billones y vale, a diciembre de 1998, \$11,6 billones. Encontramos que si al portafolio financiero M3+bonos le quitamos el M1 (porque M1 es efectivo y cuenta corriente y para los efectos de esto no debe ser sumado para medir un peso) vemos que el total de ese portafolio administrado por profesionales es de un 25% ascendente de ese porcentaje. Si le quitamos al M3+bonos la mitad de los ahorros, asumiendo que la mitad de los ahorros –que de pronto es generoso el porcentaje–, pertenezca a personas o a entidades que definitivamente lo tienen en ahorros, porque esa es su decisión fundamental, mas no el ahorrador común, este porcentaje se elevaría al 35%.

De tal manera que en nuestro sistema más de la tercera parte de esos recursos que son invertibles en el día tras día y que entran en la formación de la curva de rendimiento son administrados por personas muy estructu-

Cuadro 9
Fondos de inversión en renta fija
(millones de pesos)

	Dic.-95	Dic.-96	Dic.-97	Jun.-98	Dic.-98
Fondo común ordinario	1.249.834	1.788.278	2.390.345	1.902.131	1.956.378
Fondo común especial	474.191	787.611	1.506.180	1.555.522	1.530.949
Fiducia pública	734.557	1.521.563	1.939.392	1.905.438	2.049.102
Fondos de cesantías	481.501	718.000	948.265	1.352.320	1.230.929
Fondos voluntarios	34.174	100.000	137.909	173.664	399.355
Fondos obligatorios	262.724	874.000	1.774.398	2.441.373	3.253.166
Seguros (inv. neg. renta fija)	489.579	584.588	889.203	1.017.495	1.218.710
1. Total	3.726.561	6.374.041	9.585.692	10.347.943	11.638.589
2. M3 + Bonos	29.321.045	38.176.000	51.305.000	53.929.000	56.417.000
3. (2) - M1	21.604.045	29.184.000	40.357.000	44.962.000	45.891.000
4. (1) / (3)	17%	22%	24%	23%	25%

radas, competentes que le están haciendo un seguimiento permanente a los mercados sacando conclusiones, derivando de la información recibida los criterios de inversión. Es importante para todo el mercado tener presente y saber que hay más de uno que está pensando esto y que está en el mismo plan.

Si entramos al tema de las curvas de rendimiento en Colombia encontramos el gráfico 9, que es una especie de adefesio porque no quiere decir nada. Sacamos acá la curva de rendimiento para julio de 1995, enero de 1996, julio de 1996 y enero de 1997. Es triste ver eso pero es la realidad: es un proceso de gestación de una curva de rendimiento, plazos muy cortos, unas volatilidades terribles y peligrosas. Si venimos un poco más hacia adelante (gráfico 10) vemos ya una circunstancia mucho más normal, en el sentido de que la curva si es plana o no ya presenta un perfil más representativo de lo que puede considerarse una curva de rendimiento normal.

La curva de julio de 1998 a más de uno le causó dolores de cabeza, y son esos los problemas de los mercados cuando están empezando a crearse y es donde es vital para las personas que se ponen en estos plazos de tres

Gráfico 9
Curvas de rendimiento
(enero /95 - enero /97)

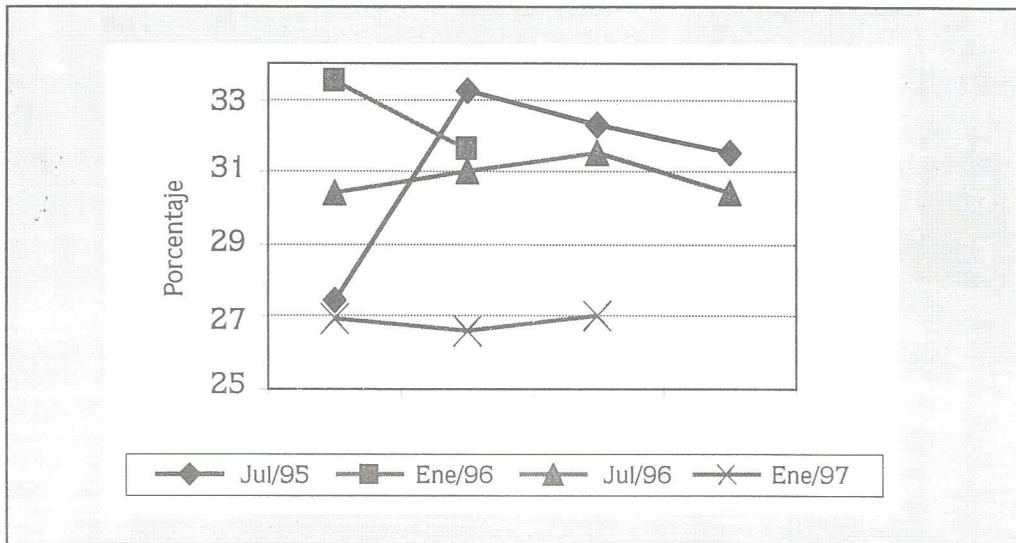
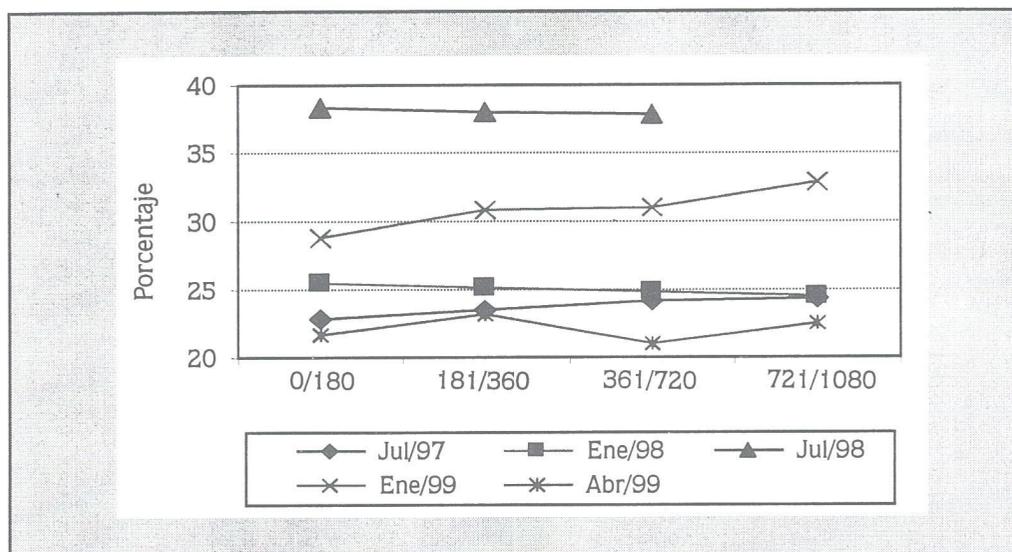


Gráfico 10
Curvas de rendimiento
(julio /97 - abril /99)



años y para plazos mayores estar con la plena convicción de que esta situación no se puede volver a presentar porque, de lo contrario, no tendría ningún sentido hacia adelante.

¿Qué se puede percibir de esta última curva de rendimientos a abril de 1999? Hay una curva relativamente plana y es la más baja que ha existido en la corta historia que tiene este mercado. La gente ha visto el tema de inflación en forma muy positiva, se ha reducido la inflación sustancialmente (gráfico 11) y tenemos un decrecimiento económico también casi nunca visto en la historia reciente (gráfico 12). Convencionalmente son dos elementos vitales para que en la formación de expectativas la gente sí piense que la tendencia de las tasas de interés tiene que ser sin duda hacia la baja.

Cuando se combina este par de elementos y además de eso le agregamos el tema de la tasa de interés, podemos validar lo que diferentes medios han venido indicando y es cómo esta es la tasa de interés real desde 1995 y está calculado con base en la DTF; este es el crecimiento económico medido por los datos del Dane trimestrales comparando cada año. Vale la pena mencionar que de pronto este 6% esté mal, puede que no sea -6 sino -3, igual, es

Gráfico 11
Inflación

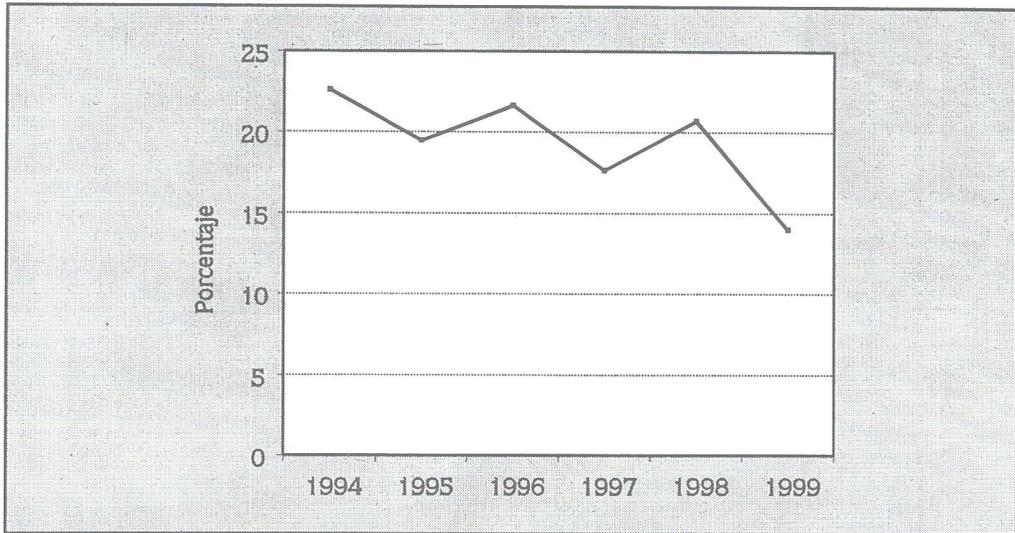
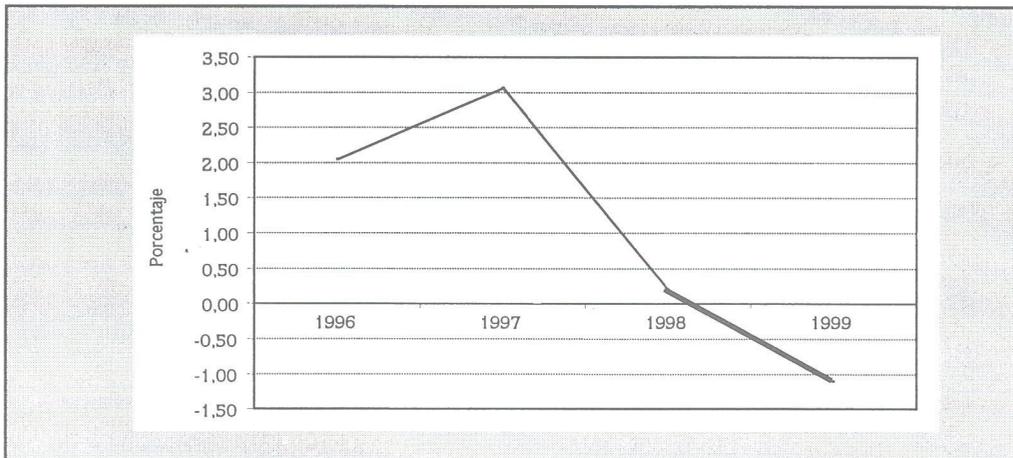
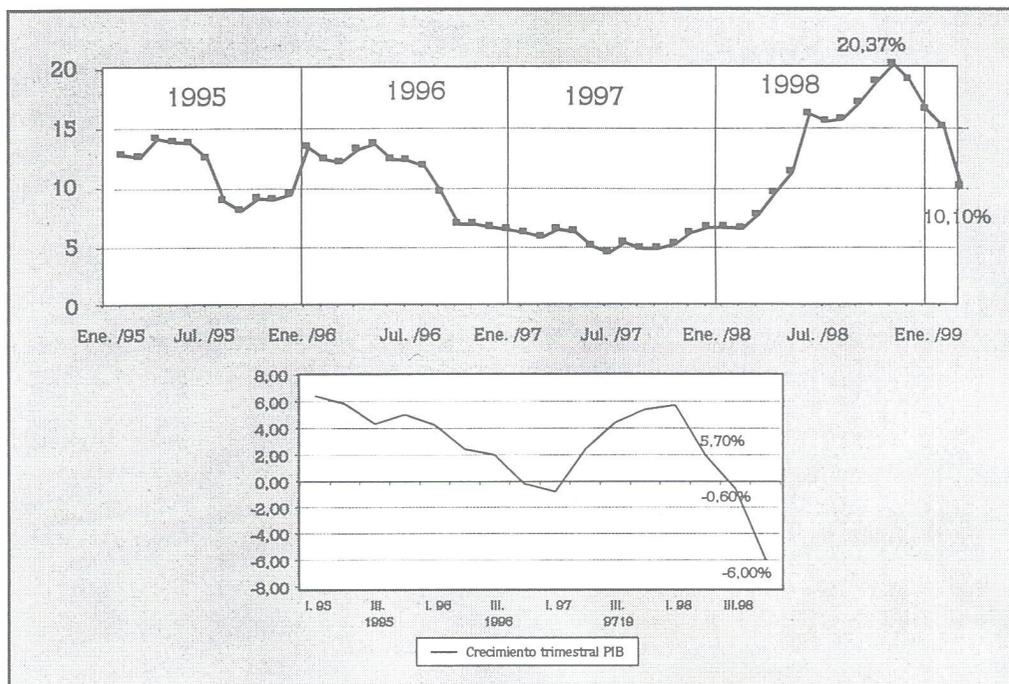


Gráfico 12
PIB
(% crecimiento real)



un dato muy malo. Aquí también se puede mirar la correlación entre unas tasas de interés altas, reales y una situación de decrecimiento económico (gráfico 13).

Gráfico 13
Tasa de interés real



Aquí hay una reducción en tasas, con un relativo efecto efímero en el crecimiento, después las tasas del 96 volvieron a subir y eso reforzó el proceso de recesión que tuvimos particularmente al final de 1996. Vino el año de 1997 con tasas de interés muy bajas. Ustedes recordarán DTF al 22% y por igual los TES. Se produce un crecimiento en la economía, la economía responde, algún rezago medido por estos cuadrantes del orden 6,8 a 10 meses. Luego viene el problema de 1998 y la economía aborta este proceso de recuperación incipiente y la manda en barrena y también con unas tasas de interés reales encima del 20% que a todas luces son absurdas.

Hay una reducción en las tasas de interés reales, sin embargo, hay una distancia con lo que en el año de 1997 sirvió como impulso para el crecimiento económico. El mercado lo que de una u otra forma está viendo es que todavía hay un trecho, que la economía está bastante golpeada y no se ven todavía síntomas de recuperación y eso es lo que soporta en gran parte lo que es el manejo del proceso de formación de

opinión que se ha traducido en las decisiones, particularmente en subastas de TES recientes.

Hay sin embargo un par de elementos que es bueno traer a colación:

1. Ha existido confusión. El año pasado teníamos al rojo vivo el tema cambiario que definitivamente sigue manteniendo y sobre todo el año pasado un peso mucho mayor del que podría considerarse normal dentro del análisis del comportamiento de las diferentes variables económicas para la determinación de las tasas de interés, sigue habiendo mucha confusión.

Parecería que el panorama cambiario está bastante despejado. La información que se recibe del gobierno y la noticia hoy de colocación de bonos, la reducción impresionante en las importaciones mucho más que las exportaciones hacen pensar que está bastante despejado este tema. Pero no es tan claro el consenso, hay confusión y la muestra es lo que ocurrió en las últimas dos semanas, en el tema cambiario la gente ha variado de opinión demasiado rápida y súbitamente. Se debe contar entonces con la información por parte de la autoridad y así tratar de tener mucha más claridad y, en especial, facilitar hacia adelante lo que todos quisiéramos: unas tasas más bajas, unas curvas de rendimiento con más plazo, con más estabilidad y que permitan a todos dormir más tranquilos.

2. El otro tema tiene que ver con el déficit fiscal. Se le ha restado importancia, pero es definitivamente alto y no es sostenible en el largo plazo para un país como Colombia sin que esto atente contra el tema de precios o el tema cambiario. No se perciben aún perspectivas de que vaya a haber un orden en las finanzas públicas relativamente pronto que garanticen una estabilidad en el tiempo.

Lo más importante es precisar la mayor posibilidad de tener cierta certidumbre sobre cómo son las reglas del juego y cómo están actuando los principales generadores de esos movimientos en las tasas, particularmente las de corto plazo.

Recomendaciones

- Es indispensable el tema de la estabilidad de precios. Es un requisito para que una curva de rendimientos tenga futuro y tenga atractivo para los administradores de recursos y los inversionistas.
- Tenemos todavía carencias en la disponibilidad de información, quise traer a colación el caso americano. Obviamente ese es el extremo, pero es muy importante que cada vez haya más uniformidad y, sobre todo, que se eduque cada vez más a los que proveen información y a los que la reciban, en cómo interpretarlo hacia adelante.
- Me parece muy importante, en el caso de la deuda pública, introducirle más transparencia a la distribución de la deuda. El tema de las convenidas y las forzosas es un elemento que distorsiona e introduce elementos que dificultan que el mercado cumpla con su cometido. Entiendo que en crédito público hay un interés clarísimo en ir desmontando e ir dándole manejo a este tema.
- En el tema de las ventajas tributarias –y lo mirábamos en la exposición anterior en el caso español–, el mercado de deuda pública tuvo un gran impulso por medio de unas ventajas tributarias. La mayor atracción, sobre todo para instrumentos de plazo, consiste en bajar las tasas, lo cual reduce el servicio de la deuda del gobierno.
- Considero importante mejorar los indicadores de valoración de la deuda pública. Por efectos del rezago, no se están reflejando los volúmenes de negociación en el mercado y esto no ofrece para el analista, inversionista o accionista la mejor medición cuando está mirando su estado de resultados.
- En el tema de deuda pública sería muy importante unificar bolsas y *brokers*. Tenemos tres bolsas, tenemos un mercado pandito y son tres mercados fraccionados.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA
EN COYUNTURAS DE CRISIS:
EL CASO ESPAÑOL

Eduardo Agustín*
Vicepresidente del Bank of America en Madrid

* Ha sido agregado de la Embajada de España en Arabia Saudita como experto en comercio exterior. *Dealer* en diversas casas de bolsa españolas, en Madrid. Vicepresidente del First National Bank California, sucursal España, como responsable del mercado de capitales. Consejero del mercado español de renta fija como representante de banca extranjera.

Me ha tocado el tema sobre el mercado de deuda pública en el caso español en coyunturas de crisis y lo que voy a hacer es hablar del mercado de deuda pública desde su nacimiento, en 1987, hasta la actualidad. Es un mercado que después de doce años, en que era prácticamente inexistente, pasó a ser uno de los más desarrollados de Europa y del que estamos muy orgullosos en España.

La política del tesoro español

La política del tesoro español, como cualquier tesoro, está condicionada por el ciclo y por la política económicas de los diferentes gobiernos.

En el período 1987-1991 hubo un fuerte crecimiento económico con políticas fiscales y monetarias expansivas. Vinieron los famosos fastos del 92. Se produjeron las Olimpiadas de Barcelona y Expo Sevilla. Lamentablemente fue una oportunidad perdida para reducir el déficit público. Se produjeron tres legislaturas con mayoría absoluta del partido socialista. Se incorporó la peseta al sistema monetario europeo, hecho que provocó la apreciación de más de un 20% de la tasa de cambio en términos reales frente al resto de las monedas de la Unión Europea.

En el período 1992-1995 se produjo la primera crisis económica institucional en España y se dio una política fiscal anticíclica. Este es el caso de las

sucesivas devaluaciones que se tuvieron en septiembre y noviembre de 1992, mayo de 1993 y marzo de 1995, donde hubo un problema político relativamente grave. Siendo críticos con la situación hay que decir que, por ejemplo, fue procesado y encarcelado el señor Roldán, que era el director general de la Guardia Civil; se produjo la guerra sucia con los GAL y todo eso hizo que el *spread* que teníamos frente al *benchmark* de Europa en ese momento, que a la postre era Alemania, se fuera por encima de 550 puntos básicos.

En el período 1996-1999 se produjeron una política monetaria laxa y una política fiscal restrictiva en la carrera hacia la convergencia. Ahí hubo una victoria políticamente mínima del partido popular, que ha necesitado del apoyo de nacionalistas catalanes para gobernar. Esta es la fase en la que se ha conseguido llegar a la convergencia europea junto con otros diez países.

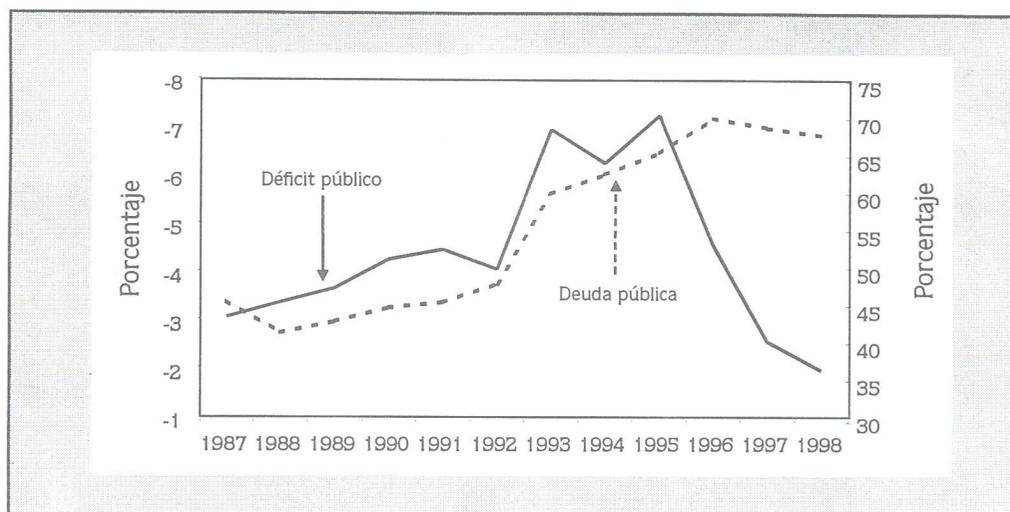
Los factores que han impuesto la convergencia europea han sido:

La ley de autonomía del Banco de España, de 1994, que fue fundamental y además obligatoria porque quedaba preestablecida por el Tratado de Maastricht en 1991, en la cual se produjo un hecho importante: la prohibición de la apelación al Banco de España, en términos de retar una mayor apelación de la que tenía en títulos del tesoro. Esto es fundamental en el desarrollo del mercado de deuda pública española.

Otro factor es la fuerte competencia que se produce entre tesoros europeos, donde el hecho diferencial es simplemente el *spread* de crédito, porque al estar concentrados con la política monetaria del banco central europeo y al tener la misma divisa, que es el euro, el resto no supone ningún hecho diferencial.

En el período 1987-1992 hay un ligero incremento en el déficit y el endeudamiento públicos, mientras que de 1992 a 1996 se produce un fortísimo incremento, tanto del déficit como de la deuda públicos. Posteriormente, de 1996 a 1999, y con la carrera a la convergencia, la situación mejora en forma importante. La ley de autonomía del Banco de España implicó y sometió al tesoro público a una mayor disciplina y encasillamiento por el hecho de no poder apelar de manera adicional (gráfico 1).

Gráfico 1
España: déficit y endeudamiento público
Datos anuales
(porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de España.

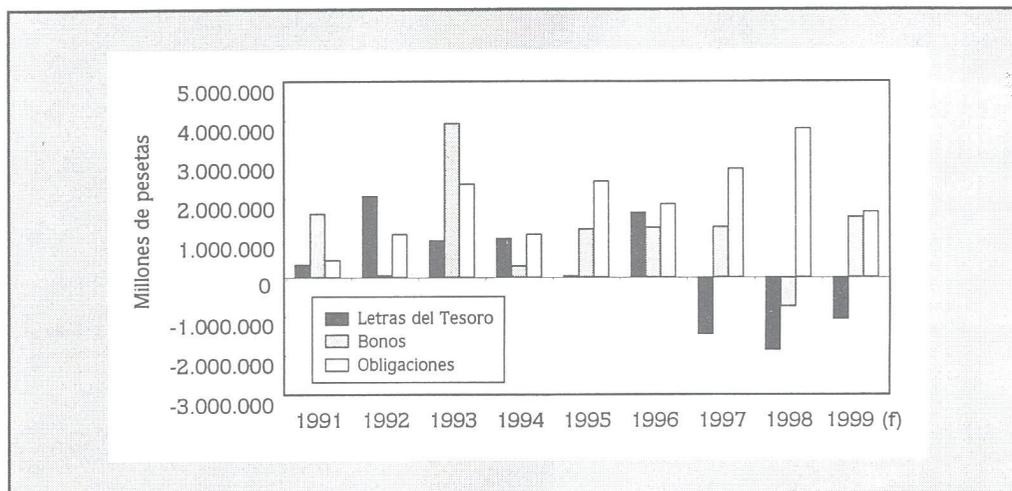
A partir de 1999 lo que cuenta son la inflación, el déficit público, el mercado laboral y se presenta la referencia del *benchmark* alemán, que siempre es determinante (gráfico 2).

Este gráfico representa las emisiones netas de deuda española. Los datos son anuales, en millones de pesetas (una peseta es aproximadamente \$10). Dentro de los productos del tesoro español están las letras, los bonos y las obligaciones del tesoro. Las letras del tesoro son los activos a más corto plazo, hasta 18 meses; los bonos contemplan un plazo entre tres y cinco años, y las obligaciones son a partir de diez años.

Se ve perfectamente cómo entre 1991 y con antelación a 1999 hay una mayor emisión neta de bonos y obligaciones siendo, incluso, negativas las letras del tesoro, lo cual habla de la madurez del mercado español y la prolongación de la vida media de la deuda.

Mientras que la vida media actual de la deuda del tesoro español está por encima de cinco años y medio, en los *market* europeos es ligeramente

Gráfico 2
Deuda española: emisiones netas
Datos anuales
(millones de pesetas)



Fuente: Tesoro de España.

superior a seis años, con lo cual afortunadamente hemos convergido también.

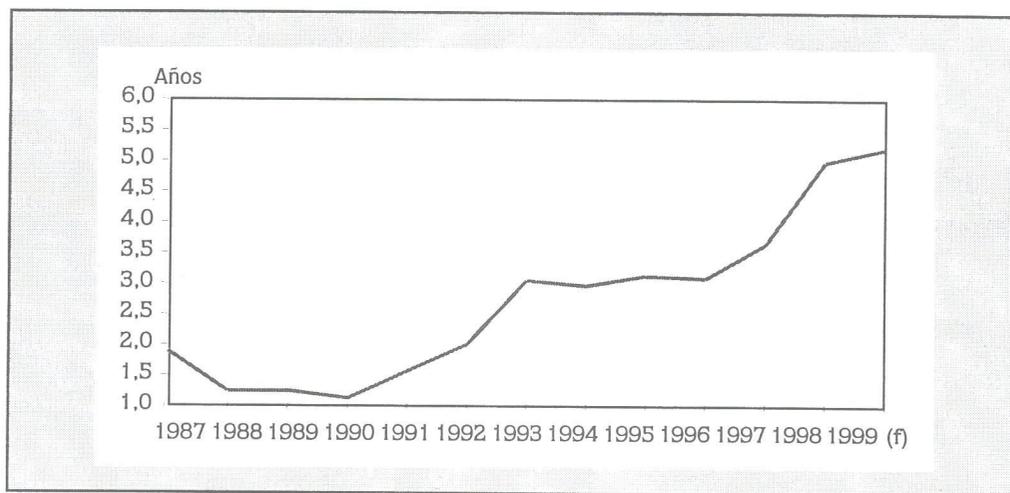
En 1989 Manuel Conte, entonces director general del tesoro, tratando de prolongar la vigencia de la deuda recién iniciadas las emisiones en España, comentaba después de tres o cuatro subastas en las cuales no consiguió en la apelación al mercado más de siete u ocho mil millones de pesetas, que sí sería posible adquirir 20 mil millones en el mercado, aunque fuera pagando un punto más en la tasa de interés. Este comentario deja ver cómo ha cambiado el esquema.

Continuando con la política del tesoro, la prohibición de recursos al Banco de España implicó un sistema rígido al estilo francés. Significa que se producen unos objetivos de transparencia del emisor a precios del mercado. Hay un calendario anual de emisiones; unos objetivos de emisión neta anual publicados a principios del año; unos importes mensuales esperados y un máximo de apelación al mercado; emisiones regulares mensuales de letras, bonos y obligaciones en el caso de uno, tres, cinco, diez y quince años; y bi-

mestrales, en el caso de 30 años, que son bonos que se están emitiendo en España desde hace dos años con bastante éxito.

También hay una política de canjes mediante la cual el tesoro pretende dilatar la vida media de la deuda y se produjo también recientemente el lanzamiento de los cupones cero, aunque desafortunadamente este producto –por ahora– está estancado porque el entorno que hay en *spread* respecto del resto de la operación no es superior al 3%. Este esquema de política del tesoro ha sido importantísimo (gráfico 3).

Gráfico 3
Deuda española: evolución de la vida media
Datos anuales
(número de años)



Fuente: Tesoro de España.

La Central de Anotaciones española

La Central de Anotaciones es el único vehículo para evitar el riesgo de contrapartida. Se fusiona *payment vs delivery*, genera una minimización de costos de transacción donde cada *ticket* que se hace en la Central de Anotaciones española, sea cual sea el importe, cuesta 600 pesetas, más o menos \$6.000 colombianos.

La Central de Anotaciones supone una garantía de liquidez en las operaciones de mercado abierto de regulación monetaria. El Banco de España ha tenido que ceder el relevo al banco central europeo; ha estado actuando diariamente y en las subastas decenales garantizando la liquidez en las transacciones de mercado abierto. Esto ha sido a través de títulos que el sistema financiero cede al Banco de España para su descuento.

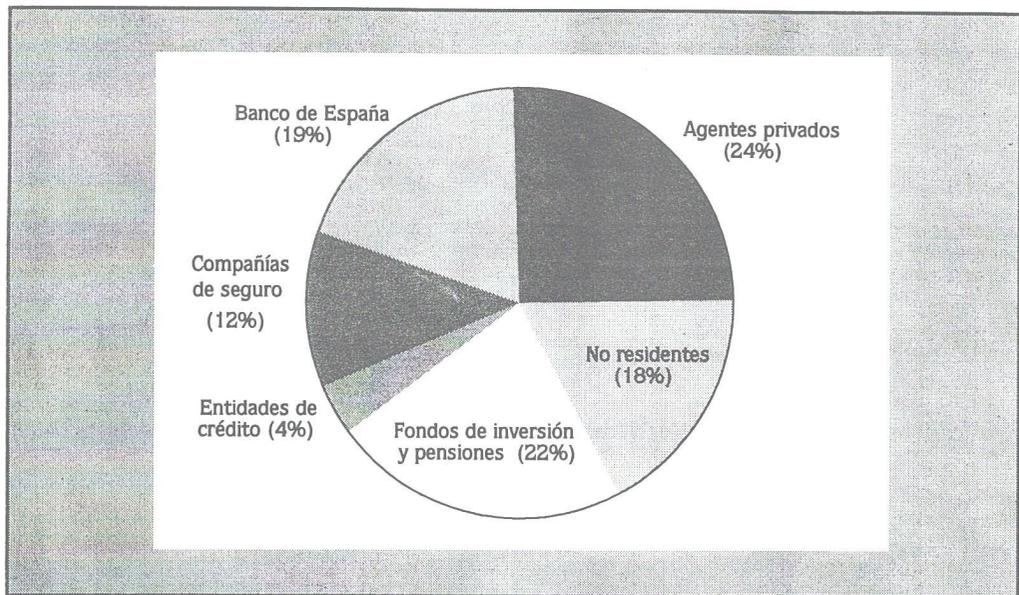
Un hecho muy importante que vale la pena resaltar es el control exhaustivo diario que realiza el Banco de España sobre los depositantes gestores por cuenta de terceros. Esto es muy importante porque establece la imposibilidad que las personas naturales o jurídicas tenedoras de títulos de deuda pública española que están depositados en las gestoras correspondientes puedan tener tropiezos porque diariamente el Banco de España aplica un sistema operativo que controla totalmente la cuenta de terceros.

La Central de Anotaciones establecida en Madrid ha conseguido, dentro del territorio nacional, que sistemas de liquidación y compensación extranjeros puedan descentralizar los valores del tesoro. Eso implica que Madrid siga siendo una plaza que tiene autonomía, personalidad propia y, de hecho, afortunada; cuando es un día festivo en Madrid y no lo es en otras ciudades europeas, la negociación de deuda española disminuye de manera sensible, lo cual define que en efecto, a pesar de encontrarnos ya inmersos en la Unión Monetaria, España en general, y Madrid en particular, han conseguido que el mercado continúe centralizado aquí.

En diciembre de 1995 se comprobó que hay agentes privados como mayores tenedores de deuda los cuales son personas naturales, empresas, familias, seguido por los fondos de inversión y de pensiones que tienen un 22%, así mismo por el Banco de España, que antes de la ley de autonomía intervenía con mayor frecuencia en los mercados y era tenedor de deuda pues acudía a las subastas y acaparaba parte de las mismas. Las entidades de crédito en 1995 eran solamente el 4% del total de la tajada (gráfico 4).

En la distribución de enero de 1999 se ve el espectacular crecimiento que han tenido los fondos de inversión y de pensiones. El volumen de no residentes ha crecido ligeramente, pero está en términos análogos donde la tenencia de títulos por parte del Banco de España ha disminuido desmesuradamente y también ha reducido la tenencia de los agentes privados. Es

Gráfico 4
Deuda española: distribución por tenedores
(diciembre de 1995)



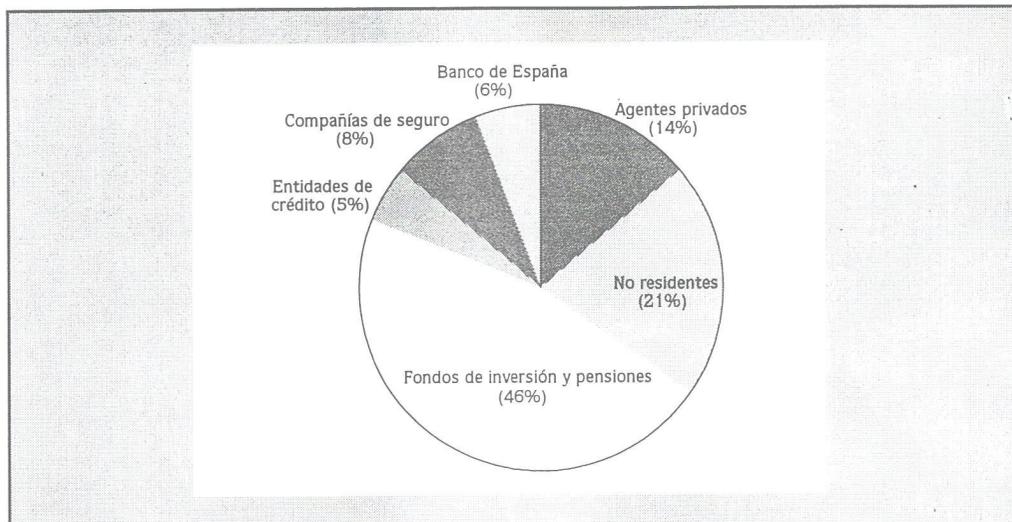
Fuente: Tesoro de España.

una traslación porque los agentes privados absorben esos fondos de inversión y de pensiones, como también las entidades de crédito que mantienen aproximadamente el porcentaje (gráfico 5).

En el gráfico 6 se ven los datos anuales de la contratación en la Central de Anotaciones como porcentaje del total del volumen contratado. Las letras del tesoro, que son los activos de corto plazo, hasta dieciocho meses, han disminuido en forma muy apreciable su contratación, mejorando los bonos y obligaciones que son los que la han incrementado en forma exponencial. Esto habla también del incremento de la duración de la cartera de los bonos y obligaciones del tesoro.

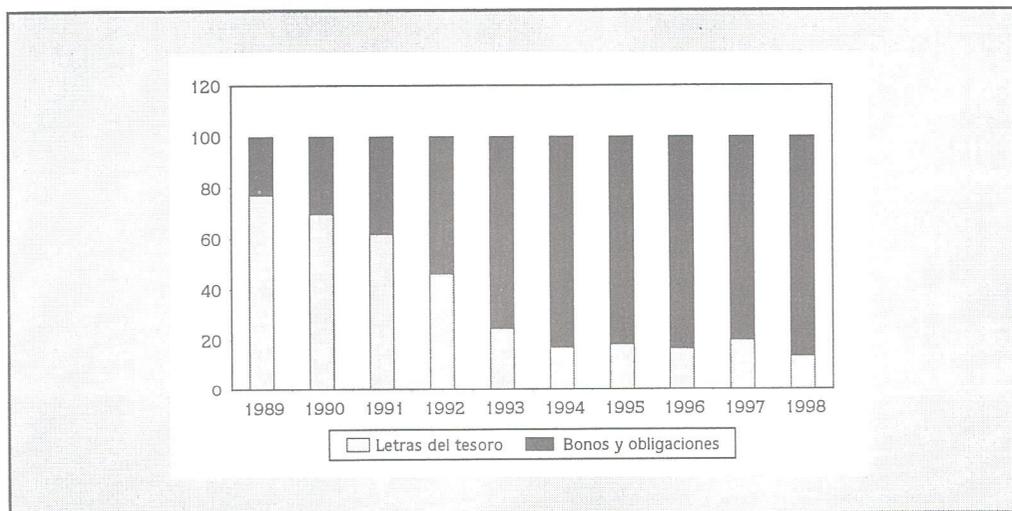
El porcentaje del volumen negociado, que son activos con plazo hasta de 18 meses, en letras del tesoro público son operaciones simples (5%) y el 95% restante operaciones dobles, en las que se efectúa una transacción con pacto de reversión (gráfico 7).

Gráfico 5
Deuda española: distribución por tenedores
(enero de 1999)



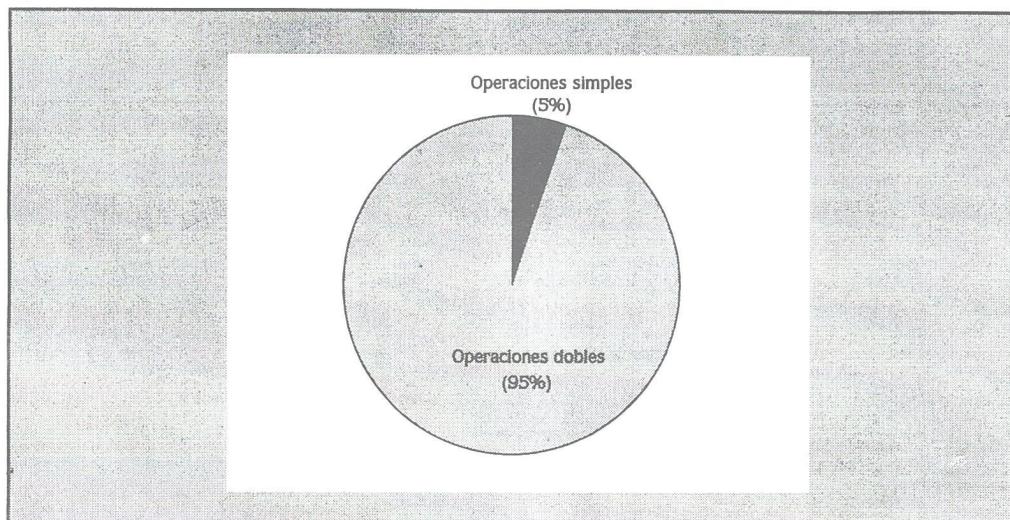
Fuente: Tesoro de España.

Gráfico 6
Central de Anotaciones: porcentaje del total del volumen contratado



Fuente: Tesoro de España.

Gráfico 7
Central de Anotaciones: letras
Porcentaje sobre el volumen total contratado
(diciembre de 1998)



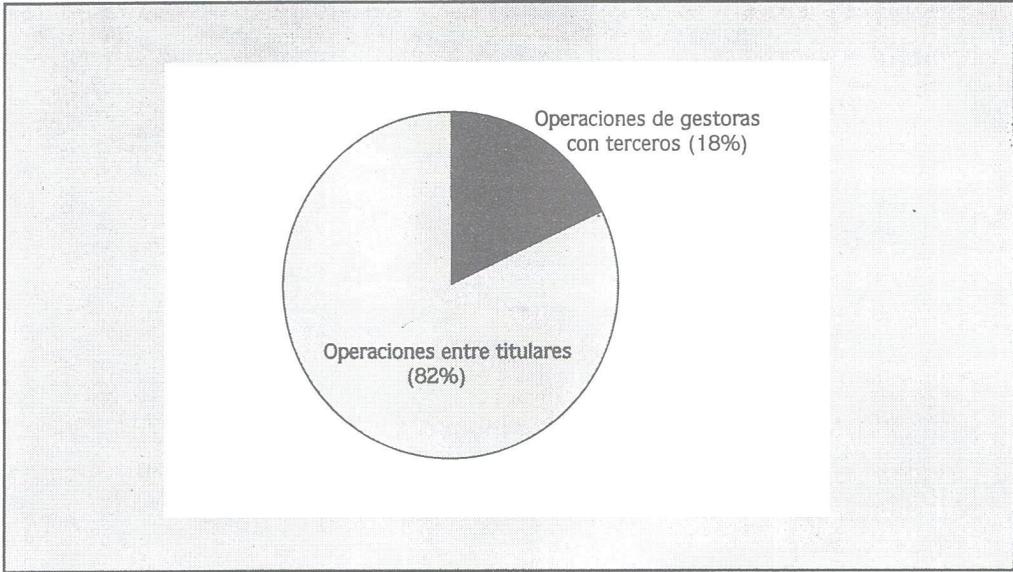
Fuente: Tesoro de España.

Las operaciones entre titulares de cuenta están constituidas por las gestoras y por terceros con un porcentaje muy elevado y se observa que menos de la cuarta parte son operaciones entre aquellas y estos. Entre los titulares de cuenta hay algún cliente final, que debido a su tamaño es titular en la Central de Anotaciones, pero son casos muy contados. En el gráfico 8 se expresa bien la realidad.

Está también la rotación de la deuda del Estado, en términos de la negociación total respecto del saldo medio. Esto implica una colosal rotación y utilización de la Central de Anotaciones, se observa un coeficiente multiplicador de siete veces el saldo medio existente de deuda que es una cifra voluminosa subdividida en función de los activos de corto, mediano o largo plazos.

Respecto de las operaciones dobles, que son con pacto de recompra, el *turn over* allí es enorme. Esto se debe a que la Central de Anotaciones es un vehículo muy técnico y muy utilizado por el sector financiero: intermediarios, bancos y cajas de ahorros en las operaciones diarias. Ese *turn over* tan

Gráfico 8
Central de Anotaciones: letras
Porcentaje sobre volumen total contratado
(diciembre de 1998)



Fuente: Merrill Lynch.

espectacular implica que la asignación de recursos en el mercado tiende a ser perfecta, debido a este mecanismo.

El volumen de operaciones dobles (el *turnover*) es grande porque en un mercado de deuda pública es fundamental la posibilidad de irse corto también, de tal forma que para que esto se produzca, si uno quiere tomar simultánea, hace una compra a contado o una venta a plazo y esto se hace para tener la posibilidad de irse corto con una venta *outright* y luego, en el otro caso, es lo contrario: para ceder temporalmente papel a clientes, o ceder la simultánea para conseguir una financiación más barata de manera que en vez de financiarse al tipo interbancario que haya, se financia uno al tipo de repo que siempre presenta un pequeño *spread* o diferencial.

El mercado de simultáneas español es uno de los más profundos de Europa, lo que implica que si una entidad va corta necesita una simultánea, que es específica y que se encuentra penalizada.

Hay dos tipos de simultánea:

- La genérica, que tiene un pequeño diferencial de tipo repo.
- La específica, que tiene una mayor penalización, lo cual permite el juego del arbitraje.

El papel de los creadores de mercado

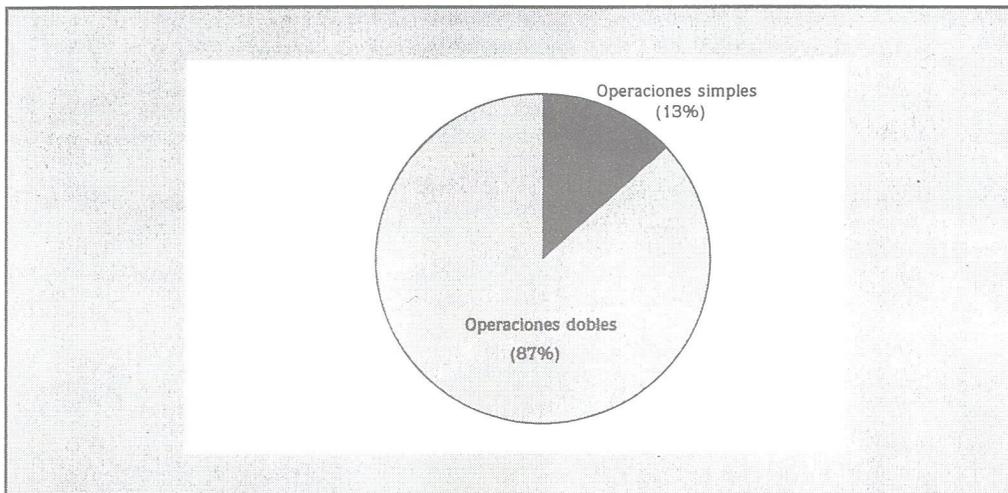
Los creadores de mercado en España se constituyeron en 1988. En 1991 se crea el objetivo del Estatuto de Creadores de Mercado que es el de dar liquidez al mercado y distribuir con eficiencia los valores del tesoro a terceros. Estos creadores tienen unos derechos y unas obligaciones. En cuanto a los derechos, tienen exclusividad en las segundas vueltas que se producen en las subastas del tesoro; poseen exclusividad en las intervenciones diarias del mercado abierto del Banco de España en las operaciones de erogación monetaria y poseen una ventaja adicional porque pueden hacer el lavado de cupón a costo cero en los bonos y obligaciones del Estado, en función de un *ratio* que es el porcentaje de operativa con los no residentes que haya y luego, en teoría, tienen una preferencia en el *underwriting* de las operaciones del tesoro, en divisas (gráficos 9 y 10).

Pero esto es una falacia porque el tesoro español, como cualquier gran emisor, lo que hace es subastar las operaciones en función del precio y en pocas ocasiones los creadores de mercado tienen una ventaja comparativa en este sentido.

Otras obligaciones de los creadores de mercado es que tienen que acudir en forma regular a la subasta del tesoro, otorgar liquidez en el mercado secundario, tanto en la red de Medas como en el segundo escalón. En España se llama red de Medas a la operativa existente en el *broker* ciego donde no se conoce la contrapartida y el segundo escalón es un mercado telefónico en el cual la operativa en directo viene a través del *broker*.

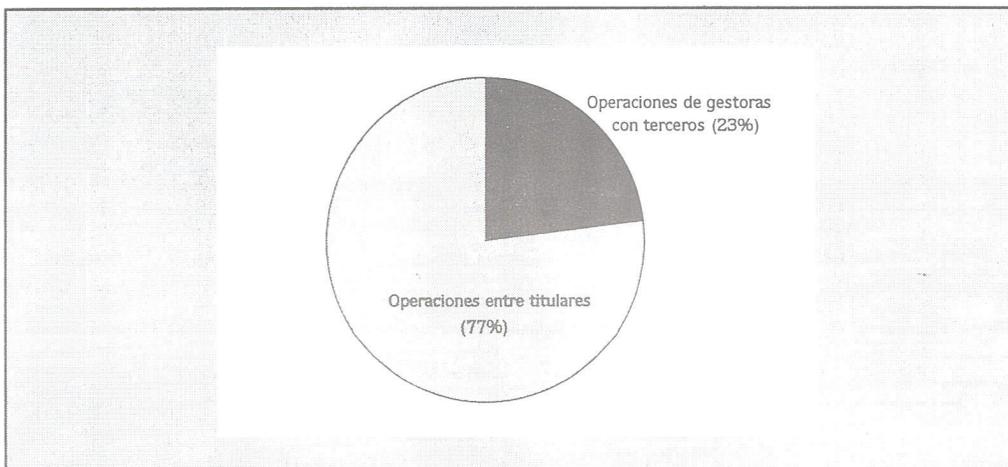
El tesoro público tiene establecido en España un criterio de valoración de creadores, los famosos *rankings* que obligan a las instituciones financieras a esmerarse y a provocar la competencia en exceso, en ocasiones. Esos criterios de valoración, en el caso español, implican que el 35% de ella

Gráfico 9
Central de Anotaciones: bonos y obligaciones
Porcentaje sobre volumen total contratado
(diciembre de 1998)



Fuente: Central de Anotaciones en cuenta del Banco de España.

Gráfico 10
Central de Anotaciones: bonos y obligaciones
Porcentaje sobre volumen total contratado
(diciembre de 1998)



Fuente: Central de Anotaciones en cuenta del Banco de España.

corresponde al mercado primario, es decir, a los valores del tesoro que se descuentan en éste y luego el 50% corresponde a la red de Medas.

En mi opinión, el corolario es que debe prevalecer siempre la liquidez frente a la buena distribución de los activos, siempre y cuando el mercado tenga liquidez –que es lo que tienen que procurar siempre los creadores de mercado–.

La relevancia en casos de crisis

El mercado español ha tenido una gran profundidad y una gran liquidez y esto ha permitido que en el *credit crash* que hubo en Europa a partir del tercer trimestre de 1998, los *spreads* del tesoro prácticamente no se hayan visto influidos de forma negativa por estas situaciones.

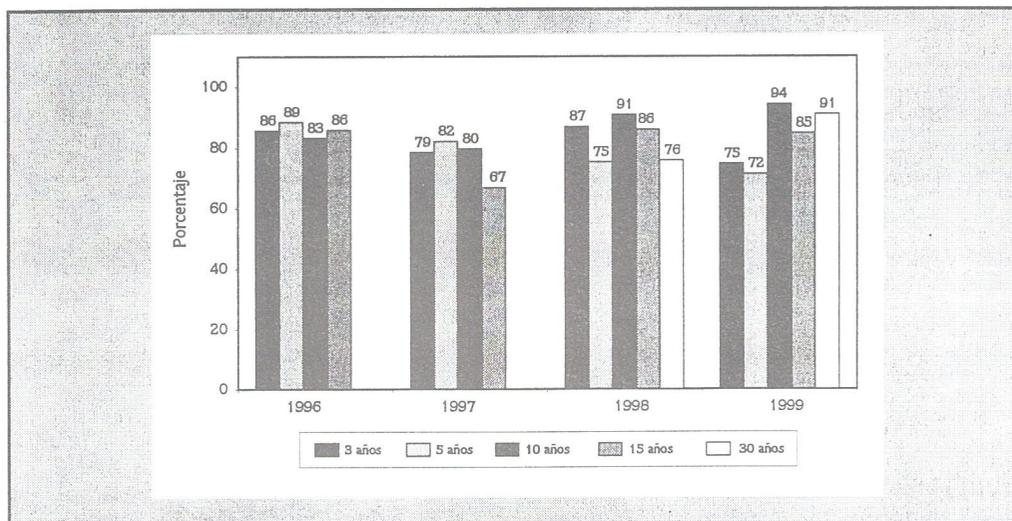
Se observa la influencia de los creadores de mercado en cuanto al primario: el porcentaje del total, la media anual y datos mensuales. Estos tienen una gran importancia porque descuentan entre el 60% y el 80%, incluso llegan a porcentajes superiores al 90% de los distintos valores del tesoro. Hay los bonos a tres años, las obligaciones a diez, quince y treinta años que han aparecido en 1998.

Ese descuento en el mercado primario se produce, no porque los creadores de mercado asuman siempre por cuenta propia el riesgo de descontar esos porcentajes tan elevados, sino porque las instituciones de inversión colectiva y gran parte del mercado acuden al mercado primario a través de los creadores (gráfico 11).

En el gráfico 12 se define perfectamente el peso de los creadores de mercado en el mercado secundario porque establece sus porcentajes de negociación respecto de la totalidad del mercado en la red de Medas, que es la de los *brokers* ciegos y, luego, la creciente importancia y ponderación de los creadores.

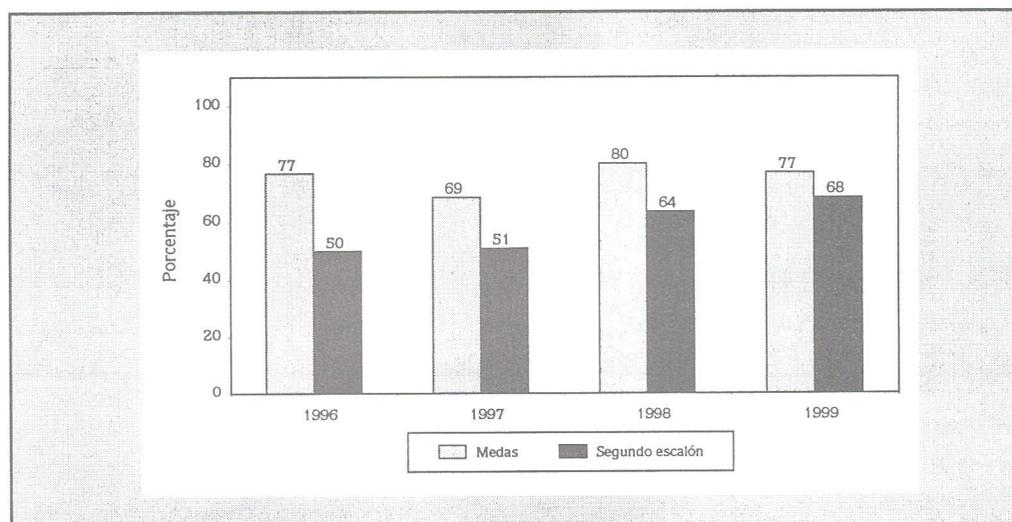
La situación de los creadores de mercado en España, aunada a la entrada en la Unión Monetaria, va a variar de una manera significativa a partir de 1999 por la implantación de la moneda única. En el antiguo estatuto solamente

Gráfico 11
España: peso de creadores en el mercado primario
(porcentaje del total; media anual de datos mensuales)



Fuente: Tesoro de España.

Gráfico 12
España: peso de creadores en el mercado secundario
(porcentaje del total; media anual de datos mensuales)



Fuente: Tesoro de España.

podían ser creadores de mercado las instituciones financieras que tuvieran establecimiento permanente en España. Ahora, debido a la globalización de los mercados, hay nuevos aspirantes a creadores de mercado de otros países de la Unión Monetaria, que tras un período de tres a seis meses de prueba van a poder ser creadores de mercado también, en lucha y en competencia con los actuales.

Además, está previsto que en las próximas semanas se pueda establecer una plataforma única de cotización, con posibilidad de *link* al sistema Euro NTS, que es un sistema telemático que existe en Europa. Hay un paradigma en la globalización porque éste hace que los mercados tengan una asignación fantástica de recursos, pero ya es una operación que se hace a través de pantalla, con posiciones en firme, con lo que ello implica.

El tesoro español amablemente ha aceptado nuevos aspirantes a creadores de mercado y ha incrementado la competencia en el sistema. Además, ha tenido a bien ceder de forma gratuita una *colluption* europea concedida por el tesoro, sobre los valores que se emiten en las diferentes subastas, con fecha de ejercicio de días hábiles tras la resolución de la subasta. Es decir, una opción gratis utilizada en la última subasta de valores del tesoro hace poco, pues se dio la circunstancia de que al día siguiente el banco central europeo de manera inesperada bajó a 50 puntos básicos el *overnight*, de tal forma que los creadores de mercado en España han conseguido ganar un dinero al tesoro español, gracias a esta opción que ha establecido.

Liberalización de los mercados de capitales

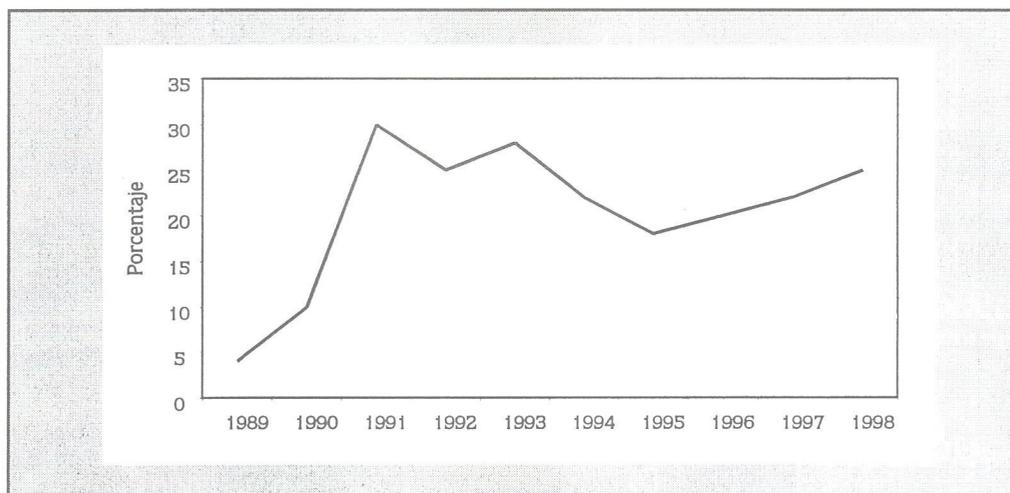
La liberalización, junto con la estabilidad política e institucional, es la base que genera la confianza en el mercado. Ya puede haber creadores de mercado, puede haber un estatuto de creadores, pero sin estabilidad política e institucional no se puede generar confianza.

Independientemente de esta generalidad que he comentado, pero que es una realidad, es muy importante la inversión de no residentes, como primer motor que desarrolle el mercado de deuda que, a su vez, es la base de todo sistema financiero, porque a través de la apelación de un tesoro público de cualquier país a los mercados se establece la curva de rendimiento-plazo, y eso es lo que define el *spread* que pueda haber respecto de otro tipo de

valores que no sean los del tesoro. Además, es lo que hace que se desarrolle el mercado de *swaps*. Los valores de un tesoro son la base de cualquier sistema financiero.

Respecto a la inversión de no residentes como primer motor, en España hubo una exoneración fiscal sobre incrementos y rentas de capital, que se produjo en 1991 en favor de los no residentes, de tal forma que eso hizo que el mercado se desarrollara y expandiera de una manera notable (gráfico 13).

Gráfico 13
España: inversión no residente en deuda
(datos anuales; porcentaje del total)



Fuente: Banco de España.

También es muy importante que haya una liberación plena del mercado de capitales para generar esta confianza y también son primordiales las operaciones simultáneas que para un buen desarrollo del mercado se utilizan como forma de especulación permitiendo, por un lado, la posición corta y, por el otro, una forma de financiación en moneda local de posiciones largas.

La inversión no residente en deuda ha supuesto inicialmente el desarrollo del mercado español de deuda, donde de un dato adicional del 5% en el año de 1989 y tras un crecimiento exponencial llegó en 1991 a más del 30%.

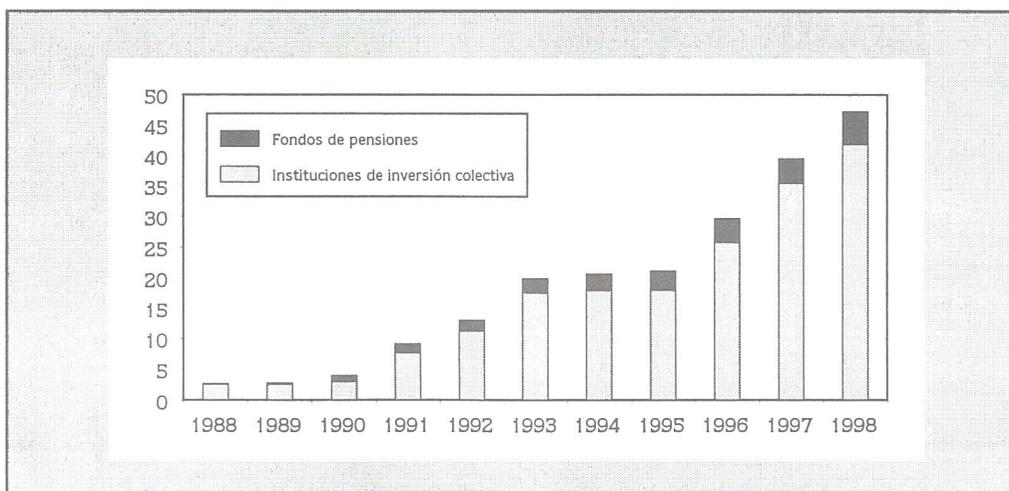
En poco tiempo apareció ese inversor no residente que fue capaz de asumir un *gap* de más de 20%, en cuanto a la tenencia de títulos del tesoro.

La inversión institucional en España

Ha sido el otro motor capaz de desarrollar el mercado de deuda española y de llevarnos hasta donde estamos. En este sentido la inversión institucional es la razón de crecimiento exponencial. ¿Cuáles son las razones de crecimiento de la emisión colectiva en España?

- Una fiscalidad muy ventajosa para el partícipe y para las instituciones de inversión colectiva debido a que, por ejemplo, los partícipes en los fondos de inversión en España tenían una exoneración total en cuanto a la fiscalidad, a partir de un número de años de tenencia de títulos. En la última regulación existente y a causa de que había crecido mucho el mercado las condiciones se han endurecido pero, en cualquier caso, la fiscalidad es de un 20% a partir del segundo año de tenencia de un fondo de inversión (gráfico 14).

Gráfico 14
España: inversión institucional
(datos anuales; patrimonio en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En cuanto a las instituciones de inversión colectiva, éstas no pueden tener mejor fiscalidad porque la tasa que grava estas sociedades en España es solamente del 1%.

- Hay que tener una regulación jurídica y contable estricta. En el caso español hay una supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que es el órgano que regula la inversión colectiva en España y la apelación a los mercados de capitales. Resulta fundamental contar con la transparencia en la gestión.

Existe, en el caso español, un *mark to market* diario y una separación entre la entidad gestora y la depositante para que ofrezca seguridad a los inversores. Respecto del *mark to market* diario en los fondos de inversión, se debe tener cuidado con el hecho de que los mercados por presiones de la demanda pueden hacer que los activos financieros lleguen a precios exorbitantes.

En España el desarrollo y la madurez del mercado ha producido una cultura de menor aversión al riesgo por parte del inversor español. El tesoro español ha desarrollado una política que llaman Fontesoros: son fondos de inversión que están exclusivamente dotados con productos del tesoro español y no puede entrar otro tipo de inversión de renta fija. Ha habido un desarrollo muy importante en España de fondos en los últimos dos años. Son fondos que garantizan una rentabilidad que, en muchos casos, lo que están expresando es la seguridad de una rentabilidad mínima y luego una adicional, en función de los resultados que se produzcan en los mercados, lo que se está llevando a cabo en España son fondos garantizados mediante operaciones en las cuales hay *equities* y derivados.

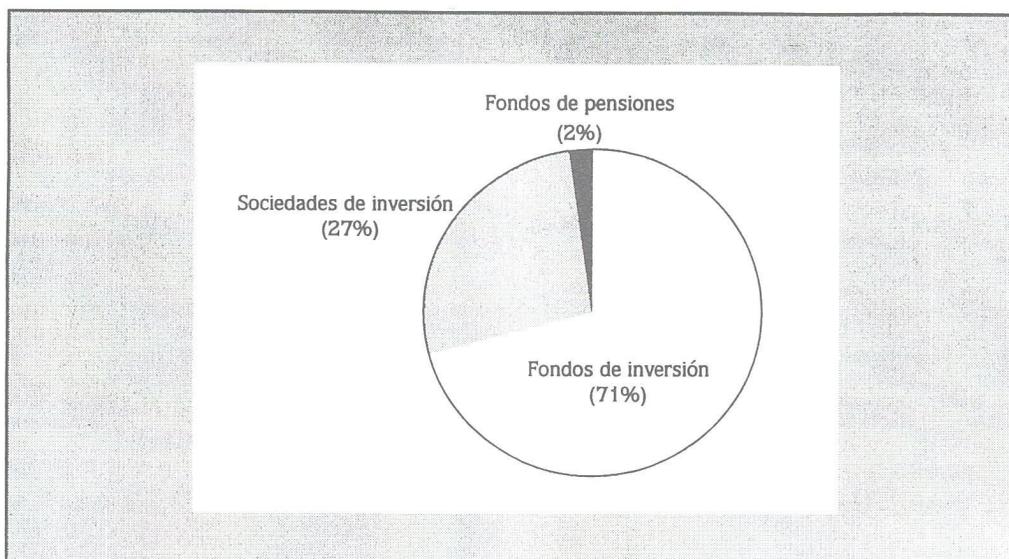
Inversión institucional en España

En 1988 las instituciones de inversión colectiva representaban apenas el 3,5% del PIB español y al final de 1988 superan el 47% del PIB.

En España no ocurre como en Colombia, en el sentido de que la importancia de los fondos de inversión es muy superior a la de los fondos de pensiones, porque allá estos últimos son fondos cuya inversión se establece a título personal; es decir, no están institucionalizados (gráfico 15).

Gráfico 15

España: distribución de la inversión institucional (diciembre de 1988)



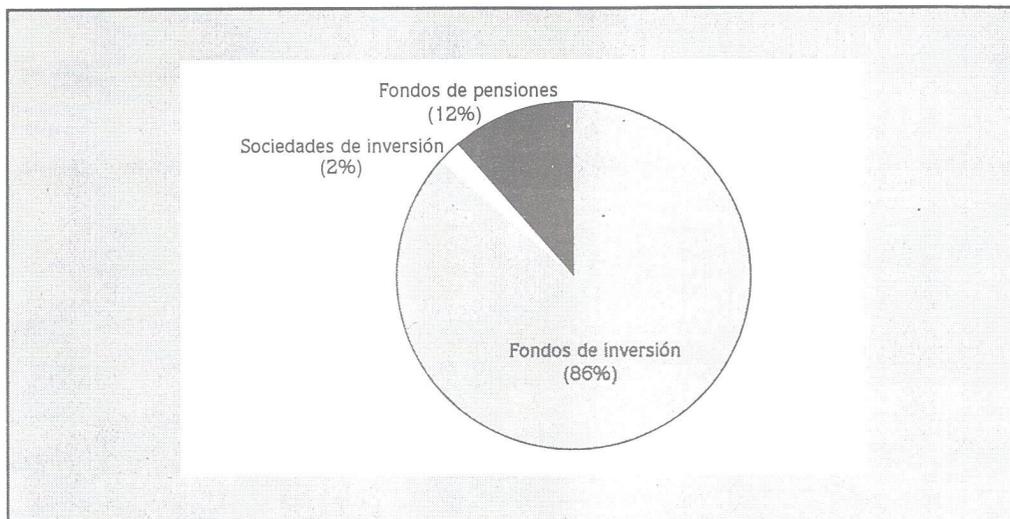
Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Hablamos ahora de la distribución de la inversión institucional. En diciembre de 1988, los fondos de inversión representaban el 71%, las sociedades de inversión el 27%, y los fondos de pensiones solamente el 2%. En diciembre de 1988 la mayor porción es la de los fondos de inversión; disminuye notablemente la participación de las sociedades de inversión y los fondos de pensiones mantienen su cuota (gráfico 16).

La rentabilidad efectiva de la deuda estatal española entre 1985 y 1998, comparada con Alemania, Estados Unidos y Japón, es bastante favorable. Cuando hablo de rentabilidad efectiva me refiero a lo que implica el binomio de intereses+ganancias de capital producidas por las caídas de tipos de interés. Sin embargo, no se reflejan las sucesivas devaluaciones que hubo de la peseta en 1993 y 1995, aunque en cualquier caso los índices cubren con creces esta circunstancia (gráfico 17).

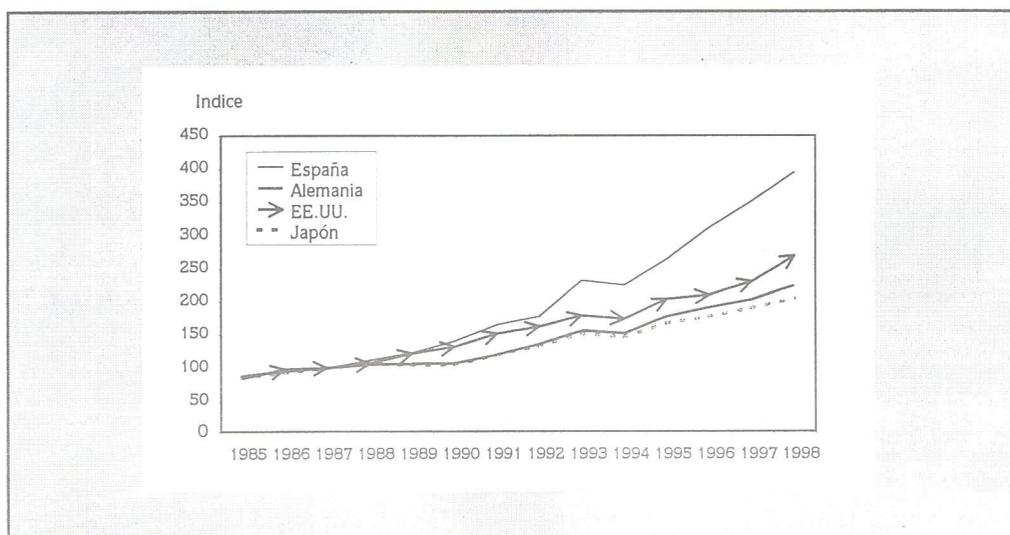
El volumen de partícipes que hay en fondos de inversión y en el de pensiones es amplio. En España están los fondos de inversión mobiliaria (FIM),

Gráfico 16
España: distribución de la inversión institucional
(diciembre de 1988)



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

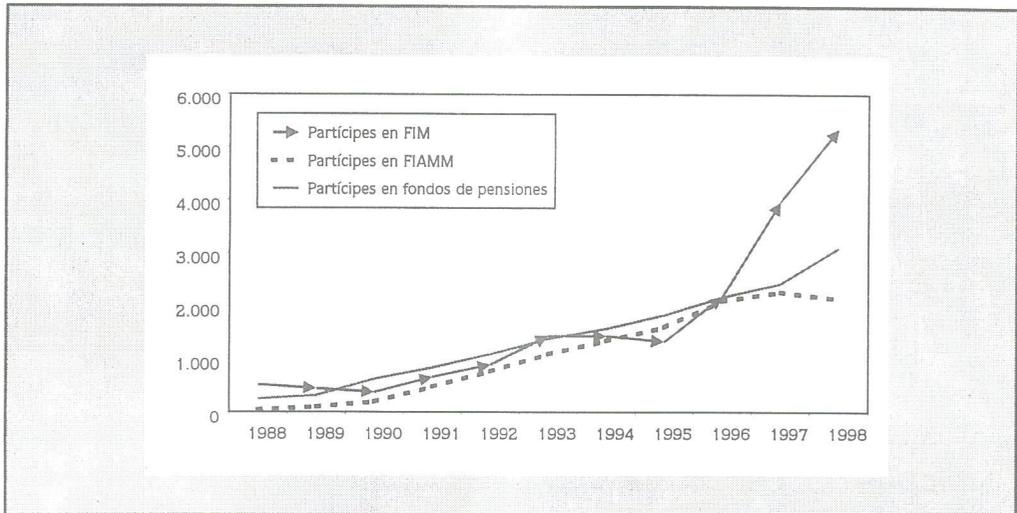
Gráfico 17
Rentabilidad efectiva de la deuda estatal
(datos anuales; índice diciembre 1987=100)



Fuente: Banco de España.

que son de mediano y largo plazos y que pueden contemplar entre sus Carteras, tanto renta fija como variable. También están los FIAMM, que son fondos de inversión de activos del mercado monetario, que exclusivamente pueden invertir en renta fija y en corto plazo; renta fija cuya vida residual no pueda ser superior a 18 meses. Su crecimiento ha sido inmenso (gráfico 18).

Gráfico 18
España: inversión institucional



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

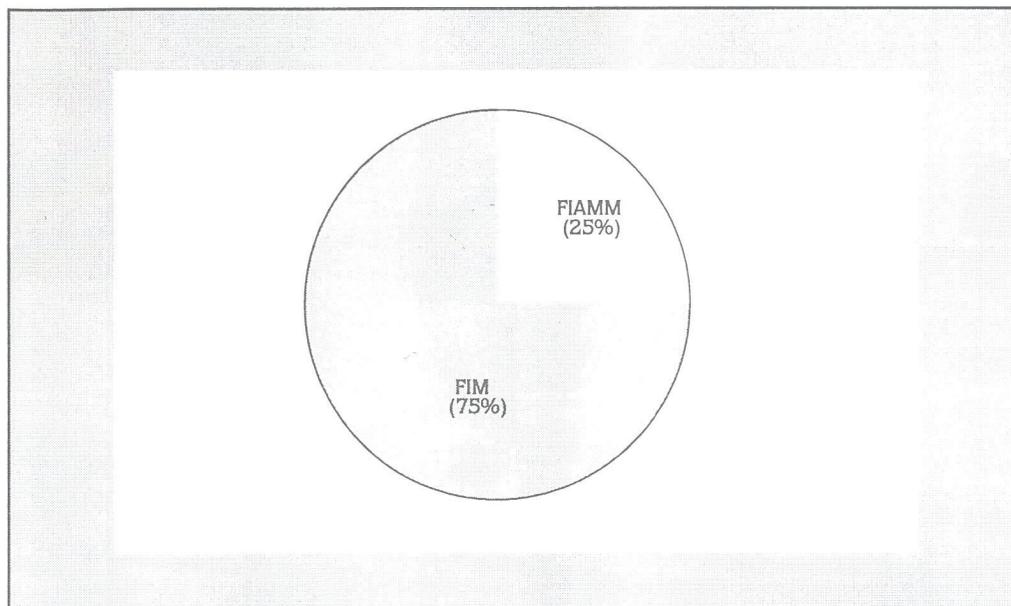
Los fondos cortoplacistas y carentes de *equity* representaban más del 50% frente al resto que suponía un 47%. Esa menor aversión al riesgo, en el caso de los inversores españoles, ha implicado que a diciembre del 98 los FIM representen el 75%, frente a un 25% de los FIAMM (gráfico 19).

Conclusiones

El caso español demuestra que la importancia de un desarrollo legal capaz de crear una seguridad jurídica al inversor es fundamental para el desarrollo del mercado.

Se requiere con urgencia una oferta de productos atractivos en el binomio financiero fiscal, pues evidentemente el desarrollo de los fondos de inver-

Gráfico 19
España: distribución de fondos de inversión
(diciembre de 1990)



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

sión en España se produce por la rentabilidad financiera o fiscal. El hecho de conseguir exoneración fiscal, como ocurría antes, o de tener linealmente un 20% de tipo de gravamen, ha favorecido mucho el desarrollo de todo este tipo de productos.

Hay que tener en cuenta en todo esto que lo que implica como motor la inversión no residente en cualquier país debe ir acompañado de un ahorro doméstico creciente. En el caso español, esto ha sido fundamental. La liquidez y profundidad del mercado a través de los creadores de éste han permitido el desarrollo del mercado de deuda española en la forma en que lo ha hecho.

MANEJO DE LAS TESORERÍAS
EN SITUACIONES DE CRISIS:
EL CASO DE ARGENTINA

José Oscar Fernández*
Vicepresidente senior y tesorero
ABN Amro Bank, Argentina

* Máster en administración de empresas de la Universidad de Syracuse (Nueva York). Ha sido vicepresidente tesorero del Bank of America Perú y del Chase Manhattan Bank Argentina, así como managing director tesorero del Bank of New York Argentina, y del Bank of America Argentina y México.

Introducción

Los bancos actúan como intermediarios entre colocadores y tomadores de dinero. En dicha intermediación, hacen tres cosas: toman fondos, los prestan corriendo riesgos crediticios, y asumen riesgos cambiarios y de tasa de interés, ya que la intermediación generalmente transforma la moneda de denominación de los fondos, y los vencimientos de los mismos, usando depósitos a corto plazo para fondear préstamos a plazos más largos. Al desarrollar dichas funciones eficientemente, los bancos obtienen la fuente básica de sus ganancias.

Claro está que los bancos no se contentan con lograr un retorno normal sobre su capital por actuar como intermediarios. Buscan maximizar sus ganancias cuando es posible y prudente hacerlo, estructurando sus balances de modo tal que pueda asumir riesgos adicionales cambiarios y de tasa de interés.

El riesgo es un concepto multidimensional. Diferentes tipos de riesgo están presentes en los negocios de los bancos: de mercado, de crédito, operativos, legales, regulatorios, etc. Dentro de la organización corporativa, los directores de los bancos delegan a las tesorerías de los mismos la responsabilidad o el mandato de manejar los riesgos de mercado. Los riesgos de mercado tradicionalmente manejados por las tesorerías de los bancos son los cambiarios, de tasa de interés y de liquidez.

Al asumir su mandato, las tesorerías deben tener en cuenta los siguientes puntos:

- Los bancos, como cualquier empresa, operan con *incertidumbre*, lo que significa que están sujetos a *riesgo*. Planifican sus ingresos y costos futuros, pero nunca pueden estar seguros de que no habrá eventos externos que les impedirán alcanzar sus metas.
- Al tratar de maximizar las ganancias en condiciones de incertidumbre, un banco –más que cualquier otra empresa– debe seleccionar una estructura óptima de su balance en relación con la moneda de denominación y vencimientos de sus activos y pasivos.
- Antes de diseñar la estructura de activos y pasivos para maximizar la rentabilidad potencial, una tesorería tiene que asegurarse de dos cosas: en primer lugar, de que tiene y será capaz de mantener un adecuado nivel de *liquidez* que le permita al banco abrir sus puertas todos los días, y en segundo término, de que mantiene los riesgos cambiarios y de tasa de interés en niveles aceptables.

Los directorios de los bancos, a través de sus comités de riesgo, son los que definen los niveles máximos de riesgos de liquidez, tasa de interés y cambiarios, y las utilidades potenciales que pueden obtener asumiendo tales riesgos. Los reguladores (bancos centrales, superintendencias Bancaria y de Valores, etc.) también establecen límites a los riesgos que los bancos pueden tomar, para salvaguardar la salud de los sistemas financieros de los países.

Las crisis de los mercados emergentes a partir de la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 han aumentado los riesgos de mercado (y por supuesto de crédito) de los países emergentes. Dependiendo de los modelos económicos en vigencia, el manejo de tales riesgos por parte de las tesorerías ha variado en cada país.

Ley de convertibilidad

En la Argentina, a partir de la adopción de un régimen de convertibilidad de la moneda o caja de conversión en abril de 1991, los riesgos de mercado

relevantes han sido los de tasa de interés y de liquidez, ya que el cambiario se redujo sensiblemente.

Repasemos brevemente qué es una caja de conversión (*currency board*) y cuáles son sus características.

Actualmente, en la mayor parte de los países la autoridad monetaria (la entidad que emite la moneda) es un banco central, que tiene un alto grado de poder discrecional sobre el manejo de la política monetaria y cambiaria.

Una caja de conversión es una autoridad monetaria que emite billetes y monedas convertibles en una moneda de reserva, a un tipo de cambio fijo. La Argentina adoptó un régimen semiortodoxo de caja de conversión por medio de la llamada ley de convertibilidad, aprobada por el Congreso en abril de 1991. Como moneda de reserva se adoptó el dólar americano y el tipo de cambio se fijó a un peso por un dólar. En virtud de dicha ley el banco central asumió las funciones de una caja de conversión, reteniendo algunos de sus anteriores poderes subordinados a las reglas de la ley de convertibilidad, la cual sólo puede revocarse por medio de otra ley.

Como reservas, una caja de conversión mantiene bonos y otros activos líquidos de bajo riesgo denominados en la moneda de reserva. Las reservas equivalen al ciento por ciento de los billetes y monedas en circulación (base monetaria). La caja de conversión genera utilidades, llamadas *señoreaje*, como resultado de la diferencia entre el interés ganado por sus activos de reserva y los costos de mantener sus pasivos (billetes y monedas en circulación). Una caja de conversión ortodoxa no tiene discreción para ejercer política monetaria; sólo las fuerzas del mercado determinan la oferta de dinero.

Características de una caja de conversión

La moneda de reserva se elige por su estabilidad y su aceptación internacional. La mayor parte de los sistemas de caja de conversión ha adoptado el dólar americano como moneda de reserva.

Una caja de conversión mantiene total e ilimitada convertibilidad entre su base monetaria y la moneda de reserva a un tipo de cambio fijo. Convertibilidad ilimitada en la moneda de reserva significa que no existen restricciones en las transacciones de cuenta corriente o de cuenta capital de la balanza de pagos.

Las reservas de una caja de conversión han de ser adecuadas para asegurar que todos los tenedores de billetes y monedas puedan convertirlas en la moneda de reserva. Generalmente las reservas son el 105 o 110% de los pasivos de una caja de conversión, en lugar de sólo el 100%, para tener un margen de protección en caso de que los activos de las reservas pierdan valor.

Por definición, una caja de conversión no tiene poder discrecional para ejercer política monetaria. Sus operaciones son completamente pasivas y automáticas. La única función de una caja de conversión es cambiar sus billetes y monedas por la moneda de reserva a un tipo de cambio fijo. Al contrario de un banco central tradicional, una caja de conversión no financia al gobierno o a los bancos del país; con este sistema, el gobierno solamente puede financiar sus gastos, vía impuestos o endeudamiento, pero sin emitir moneda que crea inflación.

Una caja de conversión ortodoxa no trata de influir en las tasas de interés estableciendo una tasa de descuento, como lo hace un banco central típico. El tipo de cambio fijo con la moneda de reserva posibilita el arbitraje que tiende a mantener las tasas de interés y la inflación básicamente a los mismos niveles que los del país de la moneda de reserva.

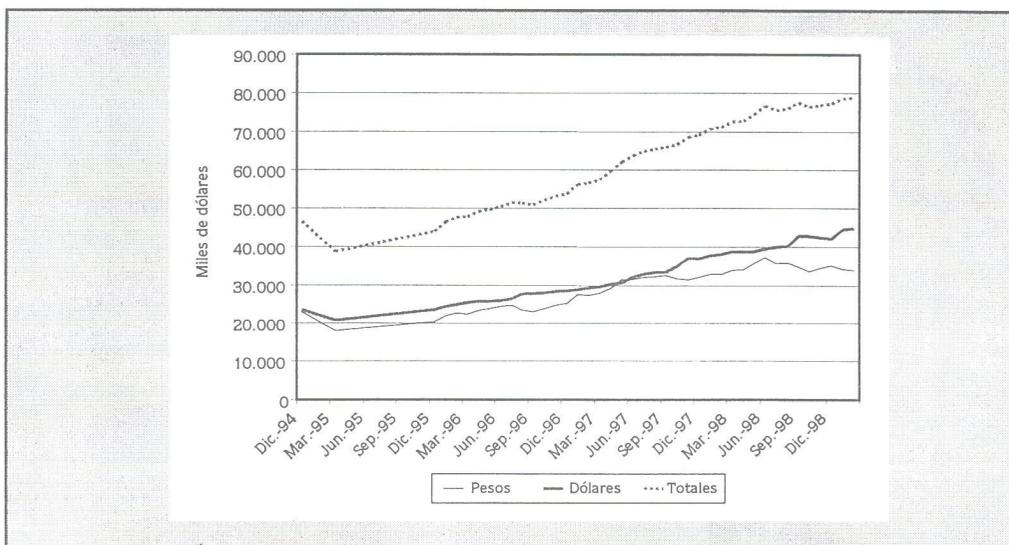
Una caja de conversión no actúa como prestamista de última instancia para cubrir pérdidas de los bancos. Como consecuencia, en la Argentina han caído varios bancos desde que se implementó el sistema de convertibilidad. En gran parte de los casos, otros bancos han absorbido los activos y pasivos de los bancos quebrados, asegurando, junto con el seguro de los depósitos, la devolución de los mismos a los depositantes.

Riesgos de mercado en el sistema de convertibilidad argentino

Como dijimos antes, desde que la Argentina adoptó por ley en el año de 1991 un régimen de convertibilidad cambiaria o caja de conversión, los riesgos de mercado relevantes han sido el de liquidez y el de tasa de interés. Vimos cómo, con la ley de convertibilidad, el riesgo cambiario queda sensiblemente disminuido, ya que legalmente el banco central sólo puede aumentar la base monetaria si va acompañada de un incremento equivalente de las reservas internacionales del país. El riesgo devaluatorio se reemplaza por el riesgo de una huida de los depósitos bancarios, como ocurrió en el primer trimestre de 1995 durante el llamado «efecto tequila». Aproximadamente ocho billones de depósitos salieron del sistema durante el primer trimestre de 1995. En el lapso de un año se recuperó el nivel previo a la crisis, y a partir de allí han ido creciendo en forma sostenida (gráfico 1).

Es importante destacar que con el afianzamiento de lo que se ha llamado «economía bimonetaria», en la que coexisten depósitos en pesos y en dólares, en las últimas crisis no se ha producido una huida de depósitos, sino

Gráfico 1
Depósitos del sistema financiero



un cambio de depósitos en pesos a dólares, sin afectar el nivel total de los mismos.

Como una característica más del sistema bimonetario, las cuentas corrientes que los bancos mantienen en el banco central pueden expresarse en pesos o en dólares. Es decir, pueden pedirle al banco central que gire sus saldos en cuenta al exterior al tipo de cambio de 1 a 1 contra el dólar. Los encajes por los depósitos pueden mantenerse en dólares, y hasta un 80% del total de los encajes puede depositarse en una cuenta especial en el Deutsche Bank, sucursal Nueva York.

Es fundamental entender que, con el régimen de convertibilidad que supone total libertad de movimientos de capitales, Argentina depende del ingreso de capitales del exterior y del acceso a los mercados de deuda para financiar el crecimiento de la economía y los déficit de cuenta corriente. En la medida en que los inversores globales perciban un aumento del riesgo país, el ingreso de capitales disminuye, baja la liquidez, sube la tasa de interés y se contrae el crédito. La competitividad internacional de las empresas se resiente y la economía entra en recesión, aumentando fuertemente el desempleo debido a la rigidez del mercado laboral. Este escenario fue el que prevaleció durante cada crisis importante de los mercados emergentes (México en 1995, el sureste asiático hacia fines de 1997, Rusia a mediados de 1998 y actualmente Brasil). Es importante puntualizar que la velocidad de recuperación de los mercados emergentes luego de las últimas crisis ha sido mayor que en las primeras, debido en gran parte a la acción de los organismos internacionales (FMI, BID, Banco Mundial) y al apoyo del Grupo de los 7 a partir de la crisis de Rusia.

En el modelo económico actual, las variables claves que un tesorero de un banco en la Argentina debe monitorear para la gestión diaria son las siguientes:

- Reservas internacionales
- Base monetaria
- Relación de convertibilidad
- Depósitos del sistema financiero

- Evolución de la tasa de interés.
- Evolución del riesgo país, que se mide por el Embi (*Emerging Markets Bond Index*). El Embi es un *spread* promedio de bonos soberanos sobre el rendimiento de un bono del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, de plazo semejante.
- Evolución del riesgo cambiario. Se mide como la diferencia de rendimientos entre un bono del gobierno en pesos (Pre1) y un bono del gobierno de igual duración pero denominado en dólares (Pre2). Si bien dijimos que un régimen de convertibilidad reduce el riesgo cambiario, en realidad los agentes económicos perciben cierto riesgo devaluatorio que se puede medir por el indicador mencionado (gráficos 2, 3, 4, 5 y 6).

Teniendo en cuenta el modelo de análisis y sus variables mencionados anteriormente, concentrémonos en analizar los riesgos de liquidez y tasa de interés, los cuales en períodos de crisis se deben considerar en forma conjunta.

Gráfico 2
Reservas y convertibilidad

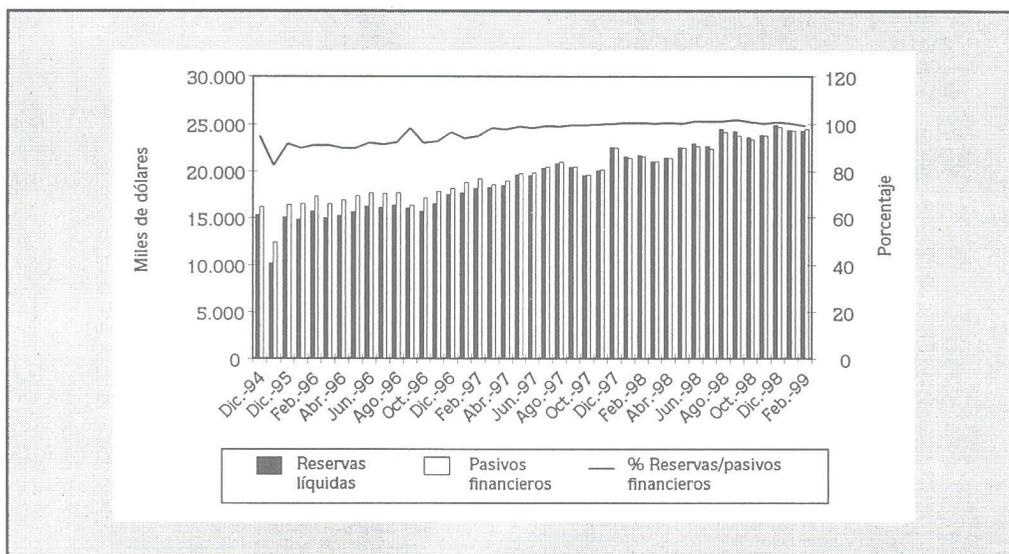


Gráfico 3
Tasas de interés pasivas

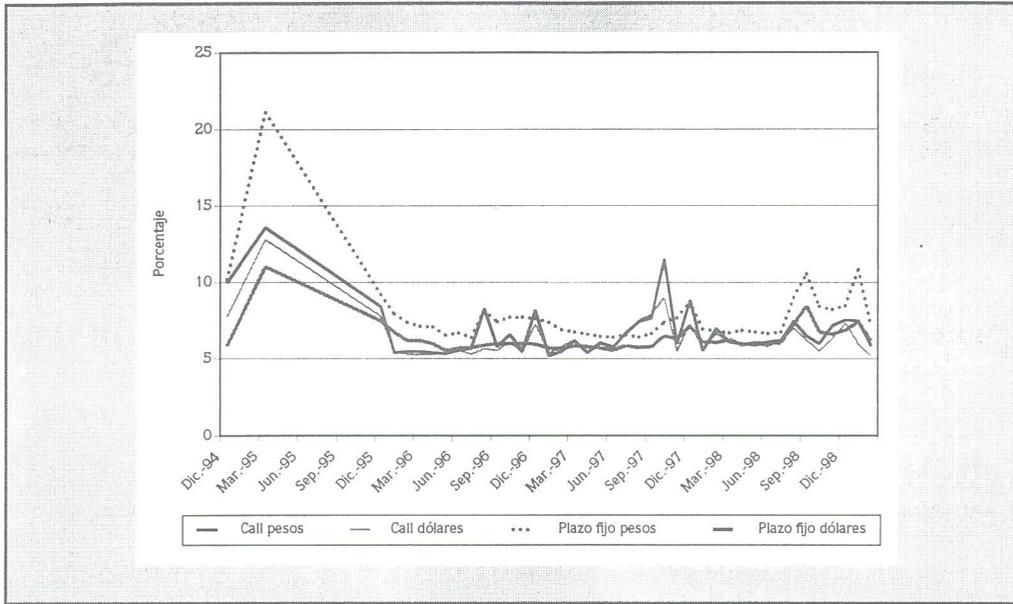
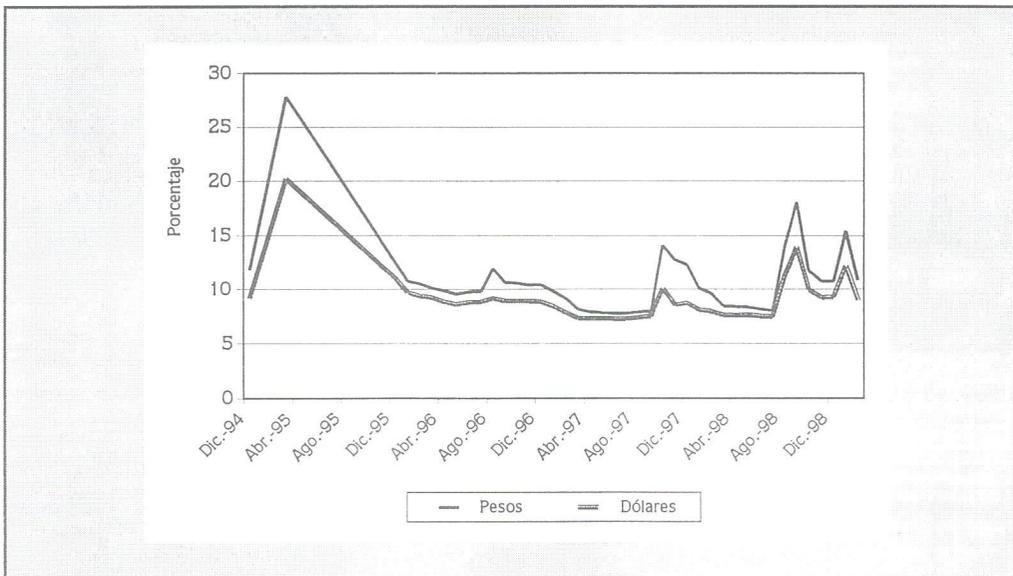
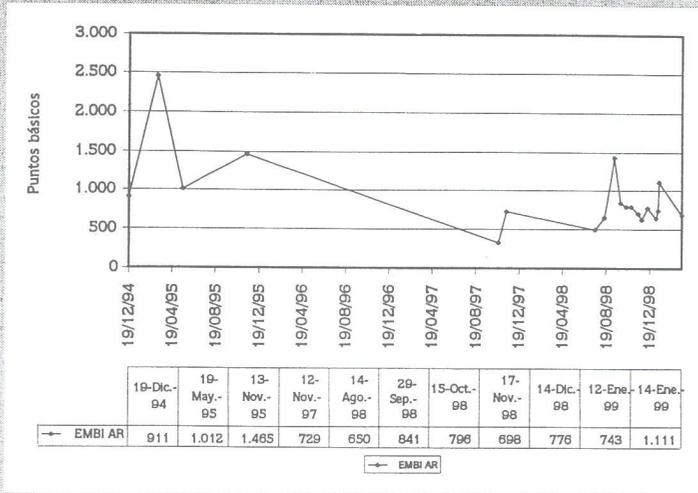


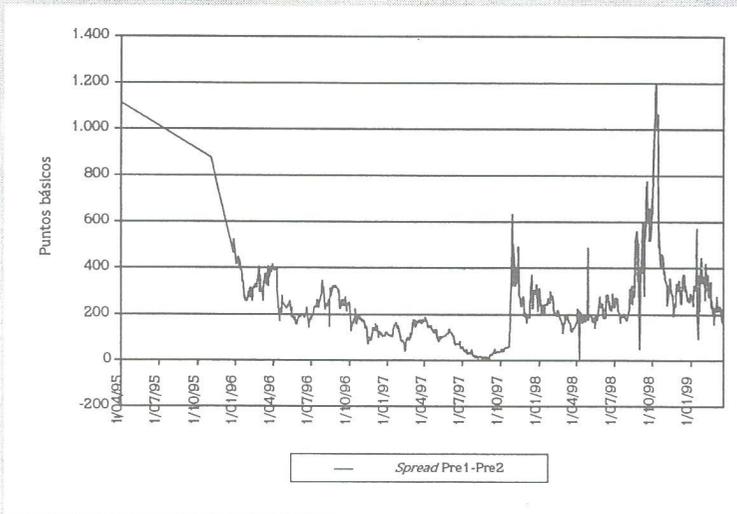
Gráfico 4
Tasas activas



**Gráfico 5
Riesgo país**



**Gráfico 6
Riesgo cambiario**



No obstante, por más entrelazados que estén los riesgos de liquidez y de tasa de interés, es crucial separar los dos para poder manejar el balance. Un banco debe asumir riesgos de tasa de interés porque los márgenes, al tener un balance totalmente equilibrado en vencimientos, se vuelven insuficientes. El apalancamiento es lo que da a un banco la capacidad de generar mejores retornos.

La idoneidad del tesorero es fundamental para que, en un momento determinado, pueda aclarar las implicaciones de cualquier acción sobre los riesgos de liquidez y tasa de interés, y evite caer en la trampa de tomar una decisión de tasa de interés cuando cree que está tomando una decisión de liquidez o viceversa.

Los problemas de liquidez son claves, primero, porque tienden a aparecer de repente, y si bien un tesorero puede vivir con una situación adversa de tasa de interés por algún tiempo antes de revertirla, no puede sobrevivir en el corto plazo sin liquidez. En primer término, porque la liquidez es lo que mantiene abiertas las puertas del banco, y en segundo lugar porque si un tesorero siente que ha satisfecho las necesidades mínimas de liquidez, puede correr riesgos adicionales de tasa de interés para producir más ganancias. Pero como lo más probable es que para hacer eso aumente el desfase (*mismatch*) entre activos y pasivos, su acción seguramente incrementará sus requisitos mínimos de liquidez.

La liquidez es la capacidad de asegurar la disponibilidad de fondos para hacer frente a futuros compromisos a precios razonables. Como norma general, su principal función es asegurar a los acreedores del banco que los depósitos que han colocado en él les serán devueltos. En el caso argentino esto es aún más importante, ya que con la ley de convertibilidad el banco central no puede actuar como prestamista de última instancia. En la medida en que se perciba que un banco tiene problemas de liquidez aumentará la pérdida de depósitos y deberá pagar cada vez tasas más altas para reponer los fondos. Llegará un punto en que la rentabilidad del banco se verá seriamente afectada por este hecho.

Cuando la situación de iliquidez es insostenible el banco se verá forzado a vender activos. Lo primero que ofrecerá serán títulos de deuda como bonos del gobierno que tienen un mercado secundario, pero esta venta forzada se

hará en un entorno de altas tasas de interés, por lo que el precio de mercado al que el banco ofrecerá los títulos será sensiblemente inferior a su valor de libros, incurriendo así en una pérdida. Cuando ya no le queden títulos para vender entonces tratará de salir de otros activos y entrará ya en una etapa de liquidación. Esto fue lo que les sucedió a muchos bancos argentinos desde 1991.

En las últimas crisis financieras en Argentina los bancos se han diferenciado por su capacidad de captación de depósitos, la cual ha estado directa y positivamente correlacionada con el tamaño del banco, y con la percepción del mercado de cuán bueno es el nombre del banco, o sea su buen crédito. Debido a la sensibilidad de los inversores a esta reputación crediticia, se produce una estratificación entre los bancos en relación con las tasas de interés que pagan para atraer depósitos y al número de depósitos que pueden atraer a un determinado nivel de tasas.

La sana práctica de mantener una reserva técnica o colchón de liquidez se vuelve mucho más importante en momentos de crisis, pues esto le permite al banco afrontar retiros inesperados de depósitos y también aprovechar oportunidades de mercado atractivas para mejorar sus utilidades.

Para determinar las necesidades de liquidez, es importante proyectar la demanda de crédito y el nivel de depósitos, así como predecir las preferencias de los clientes. En este sentido es clave que un banco perciba la tendencia de las tasas de interés antes que ellos, y cómo los clientes van a reaccionar a esa tendencia.

El mejor momento para estar lo más líquido posible es al comienzo de una crisis, cuando las tasas de interés han permanecido bajas y están por subir. Generalmente cuando el sistema bancario está excesivamente líquido, la curva de rendimientos tiene una pendiente positiva, porque toda la liquidez está presionando las tasas de corto plazo.

Los requisitos de solvencia o de capitales mínimos han cumplido un papel muy importante en las últimas crisis. El banco central, para fortalecer el sistema financiero, ha aumentado las exigencias de capital y solvencia de los bancos; ante la escasez de capital, se han tenido que vender activos o no renovar préstamos, y remplazarlos por activos que usan menos requisitos de capital, como las letras y bonos gubernamentales en las carteras de *trading*.

Es importante destacar el fenómeno de globalización de la banca argentina durante la década. Un alto volumen del sistema bancario está compuesto por bancos con mayoría de capital extranjero y sucursales de los principales bancos del exterior. En un mercado globalizado, las casas matrices de dichos bancos asignan y manejan los riesgos de los países en los que operan en forma de portafolio. Al verse seriamente afectados por las últimas crisis de los mercados emergentes, todos los bancos extranjeros han reducido su riesgo en la región, lo cual ha afectado la disponibilidad de líneas de crédito del exterior y, en consecuencia, también la liquidez y la tasa de interés doméstica.

Una de las razones por las que las tesorerías de los bancos argentinos deben manejar el riesgo de tasa de interés modificando permanentemente sus niveles de liquidez es la ausencia de instrumentos derivados como *swaps* de tasas de interés que puedan usarse como cobertura de los riesgos del balance. En este sentido, se ha comenzado a desarrollar un mercado local de productos derivados que brinde a las tesorerías más variedad de instrumentos para manejar sus riesgos de tasa de interés.

Un comentario final sobre el riesgo cambiario en Argentina. Aunque en la ley de convertibilidad el tipo de cambio es fijo, dicha ley le ha dado al banco central la facultad de bajar la relación de cobertura reservas líquidas/base monetaria de 100 a 66% (pudiendo usar 33% de bonos del gobierno argentino como parte de las reservas). Si bien la tendencia ha sido mantener la relación por encima del 90%, la posibilidad legal que tiene el banco central de reducir las reservas ha generado ataques especulativos sobre la moneda durante las últimas crisis. Por esa razón la relación reservas líquidas/base monetaria es una de las variables más analizadas en el mercado argentino, antes que el nivel absoluto de reservas (gráfico 2).

Ahora bien, como el tipo de cambio *spot* es fijo, los ataques especulativos se producen sobre el tipo de cambio futuro. Existe un mercado local *over-the-counter* de futuros y un mercado *offshore* de futuros de compensación cambiaria que opera por compensación de diferencias de precios (NDF o *non delivery forwards*), que en épocas normales refleja las diferencias de tasas de interés entre el dólar y el peso. Pero en épocas de crisis, con motivo de los ataques sobre el peso, o las necesidades de cobertura cambiaria de las empresas, el tipo de cambio futuro sube mucho más que el diferen-

cial de intereses, lo que da lugar a interesantes oportunidades de arbitraje. Estos arbitrajes con los tipos de cambio a futuro, al estar el tipo de cambio *spot* fijo, se contabilizan en el libro de tasa de interés y su riesgo se maneja como parte del riesgo de dicho libro.

Sistemas de información y medición de riesgos

Para manejar los riesgos descritos anteriormente, mantener la rentabilidad de los bancos y aprovechar las oportunidades que se presentan por desarbitrajes en los mercados, es fundamental que funcionen a la perfección los sistemas de información que generan los reportes de riesgos (desfase de tasa de interés, de liquidez, exposición al riesgo cambiario y valuación a mercado de las carteras de *trading*). En este sentido, las tesorerías de los bancos destinan permanentemente una parte de sus presupuestos a mejorar los sistemas de procesamiento de transacciones y de información gerencial. También debe funcionar habitualmente el Comité de Activos y Pasivos, integrado por representantes de todas las áreas de negocios del banco, para discutir y decidir la estructura del capital, los pasivos y los activos, con el fin de optimizar las utilidades del banco.

Una reflexión final sobre los modelos de medición de riesgos. En los últimos años, impulsada por las normas de Basilea, la industria bancaria ha adoptado los modelos de valor a riesgo para medir los riesgos de mercado implícitos en sus operaciones; la razón principal para su valor a riesgo es que integran el riesgo total en una sola medición numérica. La gran dificultad es que como este concepto de riesgo es multidimensional, el cálculo del valor a riesgo requiere algunas simplificaciones para integrar los diferentes tipos de riesgo.

La enseñanza que nos dejan las últimas crisis de los países emergentes es que las simplificaciones estadísticas usadas en los modelos de valor a riesgo fallaron en considerar eventos extremos, como las quiebras de bancos rusos que causaron pérdidas millonarias en los contratos de futuros de compensación cambiarias. Por esta razón los análisis de sensibilidad y de *stress testing* (prueba en condiciones extremas) han probado ser de mayor utilidad para medir los diferentes tipos de riesgo presentes durante las crisis.

LAS TESORERÍAS EN TIEMPOS
DE CRISIS: EL CASO DE BRASIL

José Flavio Ramos*
*Vicepresidente financiero
de Citibank Colombia*

* Administrador de empresas de la Universidad Federal de Minas Gerais (Brasil), realizó su posgrado en economía con especialización en finanzas en la misma universidad. Entre los cargos que ha desempeñado se destacan el de jefe de FX y de Money Market en Citibank Brasil, y el de tesorero del Banco Crefisul (subsidiaria del Citibank en Brasil).

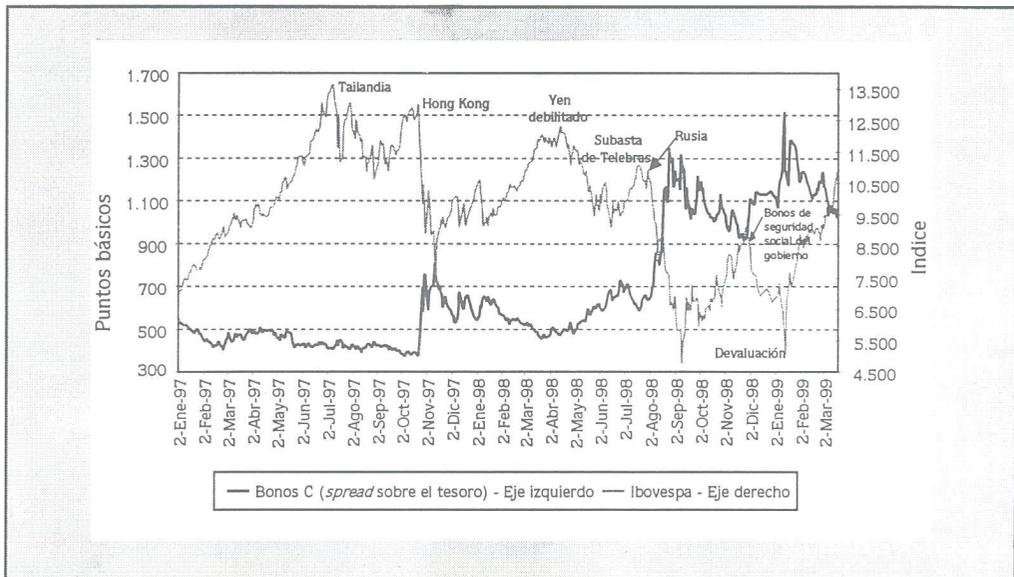
Antes de empezar me gustaría compartir con ustedes algunas cosas que pasaron en Brasil desde 1986. De 1986 a 1994 somos campeones en anular ceros, después dividimos la moneda por 2.750. Tuvimos también seis monedas distintas en esos doce años: el cruzado, el cruzado nuevo, el viejo, el antiguo, el cruzeiro y el real. La situación de la inflación era tan loca que no sabíamos cuál era nuestro sueldo; llegaba el final del mes y teníamos un aumento del 50%, 60%, 80%; la inflación consumía todo y los precios aumentaban todos los días.

Tuvimos también un presidente que nos dejó sin dinero. Todos éramos iguales pero sólo ante Dios; teníamos \$50.000 monedas y nos las quitó por dos años; todo el dinero quedó depositado en el Banco de la República con una tasa de interés como del 80% de la inflación. Es claro que ésta bajó en los tres primeros meses, pero después creció geométricamente, era 4%, 8%, 16%, 22%, 47% y las cosas siempre fueron iguales en Brasil. Creo que debe ser uno de los países que ofrece más experiencias a los tesoreros de cómo manejar una tesorería, cómo gerenciar un negocio donde el incumplimiento de reglas y la volatilidad eran absurdas hasta la devaluación actual. Todos queríamos una devaluación del 20%, sin embargo, devaluamos 70%.

Hablamos sobre la economía brasileña y el impacto en los mercados locales, para explicar lo que pasó con el dinero o la moneda brasileños durante las crisis. Teníamos un margen sobre la tesorería de cerca de los 500 puntos

básicos, incluso durante la crisis de Asia. Cuando la crisis comenzó a salir de Asia y llegar a Brasil el margen sobre la tesorería que salió de 500 llegó a 1.250 puntos básicos, es decir, en Brasil que pagaba 5% de margen, los papeles llegaban a valer casi 15% sobre la tesorería. Era una deuda que costaba 20% al año. Sucedió lo contrario con la bolsa, bajó de 12.500 a 5.000 puntos y ahora ya está de vuelta a casi 12.000 (gráfico 1).

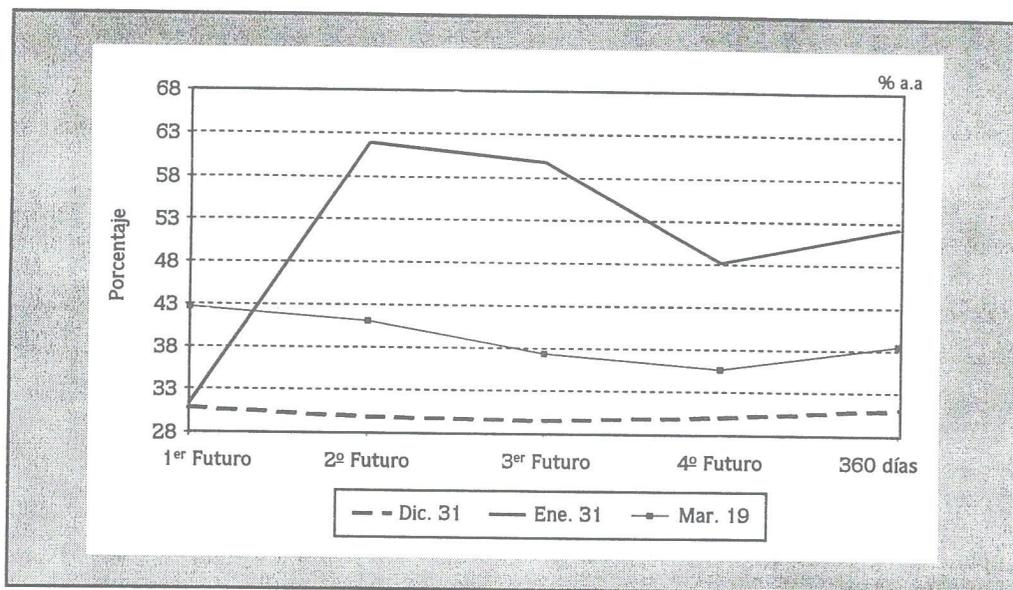
Gráfico 1
Evolución del índice Bovespa y Spread de los bonos C sobre el tesoro norteamericano



Fuente: Citibank.

El gobierno busca siempre estabilizar las tasas de interés porque es el instrumento más rápido para contener una crisis; sin embargo, no es el mejor porque hay que seguir usando más tasas de interés debido a que la credibilidad es cada vez más baja. Y eso lo vivimos en Colombia: la primera vez que subieron las tasas de interés tuvieron un efecto inmediato sobre la moneda; la segunda vez, el efecto fue mucho menor. Igual sucedió en Brasil, debido a la costumbre del manejo vía política monetaria y vía tasa de interés, las tasas de interés tenían que subir y se quedaban más tiempo por encima de lo que tenían que quedar (gráfico 2). Por ejemplo, en Brasil el mayor deudor es el gobierno porque todo lo que genere de un lado hay que pagarlo del otro en intereses.

Gráfico 2
Futuros de tasas de interés



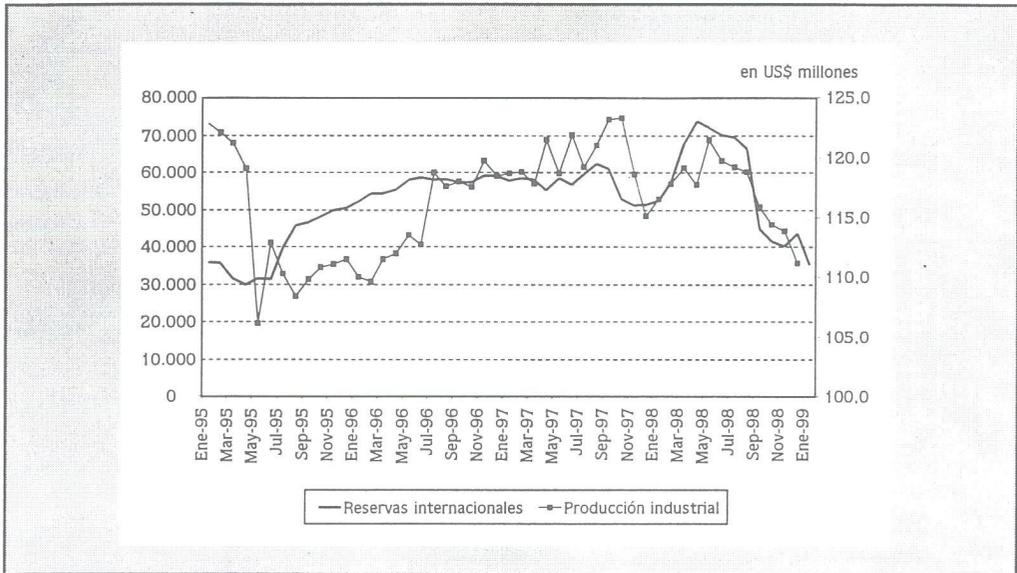
Fuente: Citibank.

En el gráfico 3 se muestra una comparación interesante. Son las reservas internacionales de Brasil con la producción industrial. Las reservas bajan por las crisis y la producción industrial corre pareja. Las reservas brasileñas llegaron a US\$75 billones y ahora están por debajo de los US\$40 billones, de manera que desde el final del año pasado hasta hoy, Brasil perdió casi la mitad de sus reservas, es decir, US\$40 billones salieron del país.

La primera crisis que tuvimos fue en octubre de 1997. En dos días salieron cerca de US\$8 billones del país.

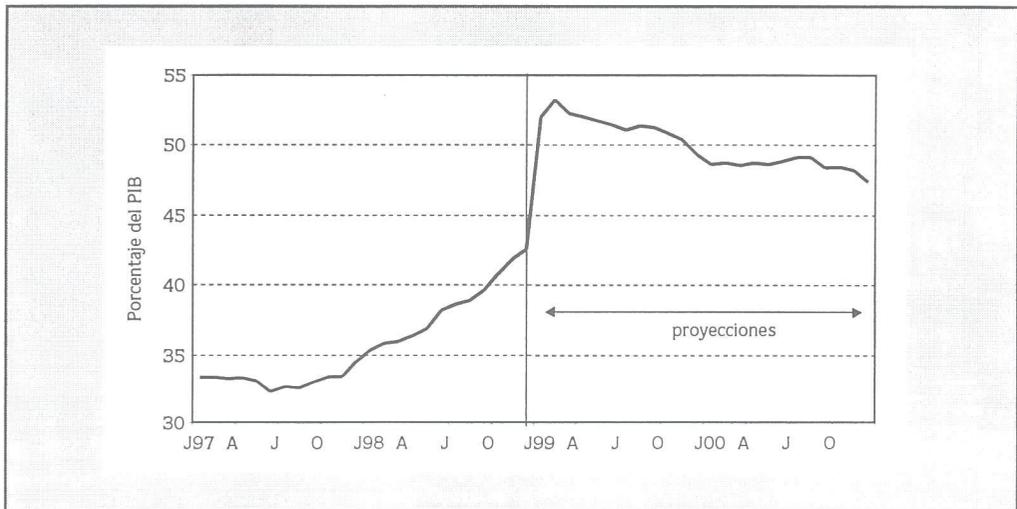
Teníamos una deuda cercana al 40% del PIB y ahora asciende al 55% del PIB (gráfico 4). Es una deuda aproximadamente de US\$250 billones que el gobierno debe manejar. Para tener una idea, las subastas de deuda pública en Brasil también son semanales, el monto de cada subasta es aproximadamente de \$10 billones de reales, que son como US\$7 billones. La credibilidad en el gobierno era tan baja que los papeles más largos tenían una semana y todo el dinero del país se concentraba a un día. Hubo tasas de interés de 2% al día; si invertíamos \$100 al otro día teníamos \$102; en

Gráfico 3
Reservas internacionales y producción industrial



Fuente: Banco central.

Gráfico 4
Evolución de la deuda neta del sector público
(Como % del PIB)



Fuente: Banco central.

otras palabras, Brasil estuvo capitalizado. Nadie trabajaba, el dinero estaba en el mercado financiero.

La deuda del gobierno brasileño tiene hoy bonos de tasa flotante a un día, son casi US\$6 billones, a tasa fija US\$4 billones e indexados al dólar, 70 billones. Eso es interesante porque el gobierno, cuando devaluó, al final del año hizo un esfuerzo fiscal muy grande para bajar este saldo US\$22 billones. Con esta devaluación del 60% en los bonos indexados al dólar se tomó el 50% solamente, por lo cual el esfuerzo fiscal no tuvo un gran efecto. De manera que los brasileños se verán forzados a realizar otro esfuerzo o crear bonos a tasa fija y flotante. Esta sería una deuda pequeña y a un plazo máximo de un año (cuadros 1 y 2).

En la deuda externa, el 84% se vence en dos años. Esto es difícil de refinanciar, y ahora con la crisis está en entredicho la capacidad del gobierno para cumplir con la deuda interna. ¿Qué pasa con los papeles? Primero, el sector real empieza a vender los papeles que valen \$100 a \$95, debido a rumores de que el gobierno no pagaría la deuda. Esos son los tenedores de

Cuadro 1
Deuda pública interna
Bonos principales¹. Reportes de duración²
(millones de reales)

Bonos	Volumen	Duración
Flotantes	93.368,67	281,15
Prefijos	4.764,02	32,65
Indexados al dólar	70.730,20	406,00
Híbridos (fijos/flotantes)	74.745,50	223,85
Banco central	79.749,86	200,29
Tesoro	163.858,54	341,03
Total	243.608,40	294,96

1. Bonos principales negociados en el mercado financiero

2. Posición marzo 15

Fuente: Citibank.

Cuadro 2
Títulos de deuda interna
(millones de reales)

Tenedor	Volumen	% del total
Hasta 3 meses	64.907,44	23,64
Hasta 6 meses	129.493,69	47,15
Hasta 9 meses	158.188,65	57,60
Hasta 12 meses	193.926,67	70,62
Hasta 24 meses	232.567,94	84,69
Hasta 36 meses	255.999,15	93,22
Más de 36 meses	18.618,32	6,78
Total	274.617,47	100,00

Fuente: Citibank.

la deuda interna, diferente de Colombia en donde existen grandes tenedores en el sector institucional como seguro social, pensiones, etc. En cambio, en Brasil el 60% de la deuda del gobierno se concentra en los bancos, muy peligrosa por cierto, porque es la parte más volátil; el 30% solamente es la parte de largo plazo, es decir, la parte de fondos de inversión (cuadro 3).

Cuadro 3
Tenedores de bonos de deuda interna
(julio de 1998)

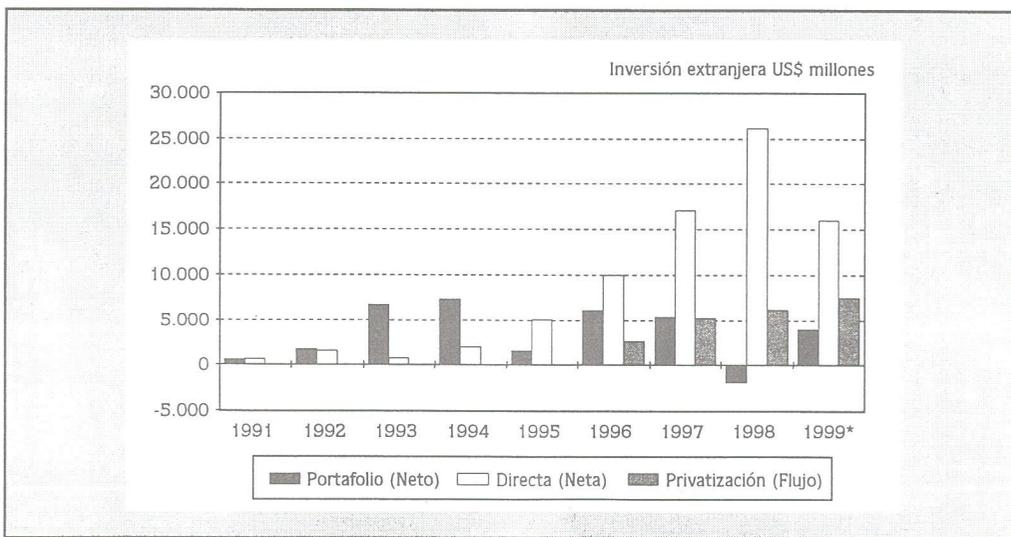
Tenedor	% del total
Corporaciones	11,20
Fondos de inversión	27,80
Individuales	0,60
Instituciones financieras	60,40
Total	100,00

Fuente: Citibank.

Se esperaba una devaluación entre el 0 y 30%. En Brasil siempre hubo una frase de los empresarios: «No importa donde esté el cambio, siempre tiene que devaluar 30%». De manera que teníamos la moneda sobrevaluada entre 20 y 25%; ahora con la devaluación está casi en 30%, que es más real. A comienzos de marzo llegó a 2,25, ayer bajó a 1,65. La moneda estaba mucho más estable y se logró vender una compañía de gas de São Paulo esta semana por US\$1,6 billones. A mediados del mes la bolsa ya había recibido cerca de medio millón de dólares de inversión extranjera, y como se dice: «Las crisis cada vez son más cortas porque se están manejando mejor las cosas».

En el gráfico 5 se muestra la inversión directa extranjera de privatización y portafolio. ¿Qué pasa con Brasil? Nosotros venimos financiando sólo con venta de activos. Brasil vendió el año pasado Telebras por US\$22 billones; sin embargo esta suma dura solamente un día en Brasil. La verdad hizo diferencia porque si no tuviese el dinero no tenía la reserva. Además, ¿qué pasa? Hoy muchas de las joyas fueron vendidas, no hay mucho dinero para

Gráfico 5
Inversión extranjera directa como fuente
de financiamiento internacional
(US\$ millones)



Fuente: Citibank.

circular, entonces lo que Brasil necesita son inversionistas para comprar esas compañías, de manera que se tenga el flujo de capital positivo. Nosotros llegamos a tener como 4% de déficit en la cuenta corriente de Brasil, algo así como US\$25 billones.

En el cuadro 4 se observan la deuda externa brasileña y el cálculo para los papeles este año. Brasil necesita pagar únicamente US\$21 billones de deuda externa a través de bonos de empresas privadas y bonos del gobierno. La capacidad de generar recursos tiene que ser muy grande porque ese es el gran negocio, en el cual el inversionista expresa, «Brasil tiene un déficit en la balanza comercial, necesita financiar US\$21 billones, ¿Cómo va a hacer?» Esa es su oportunidad para tomar ventaja. Esto se vio con Tailandia y Rusia.

En cuanto a las tasas de interés, pienso que es el gran punto de este año, pues se prevé simplemente un GDP negativo de 5 o 6% en Brasil. Las tasas

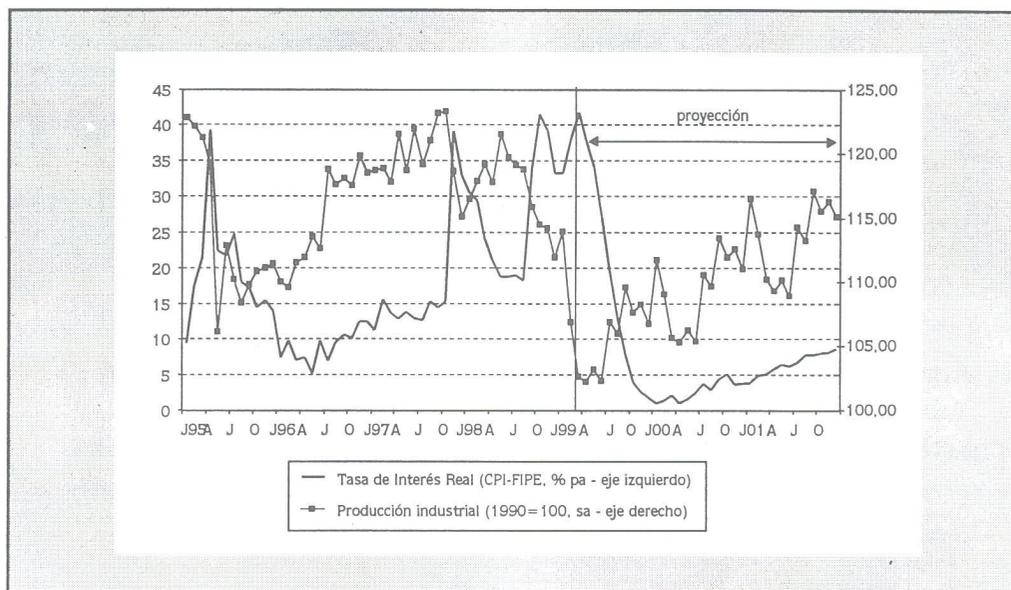
Cuadro 4
Programa de amortización de deuda externa para 1999
(Millones de dólares)

Tenedor	Eurobonos	Deuda pública externa	Total
Marzo 1999	1.929	161	2090
Abril	2.344	1.441	3.785
Mayo	1.057	177	1.234
Junio	2.666	602	3.268
Julio	1.743	994	2.737
Agosto	314	0	314
Septiembre	794	160	954
Octubre	790	1.442	2.232
Noviembre	615	177	792
Diciembre	1374	619	1.993
Total	15.320	5.773	21.093

Fuente: Citibank.

de interés y la producción industrial muy baja conducen a un gran desempleo. Hoy el desempleo total de Brasil debe ser de 8%, más en São Paulo que debe estar llegando casi al 20%. En 1997 decíamos: «En dos años vamos a ser un país de un trillón de dólares de GDP»; en 1998 bajamos, ahora miren, en 1999: de US\$800 billones a US\$500 billones, todo esto ha pasado en este país en dos años, y en donde la devaluación tiene su efecto (gráfico 6).

Gráfico 6
Tasas de interés frente a producción industrial



Fuente: IBGE, Citibank.

En octubre de 1997 se tuvo la primera crisis del nuevo mundo. En dos días se perdieron US\$8 billones en reservas, no se sabía si el país iba a sobrevivir, se trabajaba desde las seis de la mañana hasta las doce de la noche. La tasa de interés estaba cerca del 22, 23% y en un día pasó al 50%, de manera que los costos eran muy altos. Los mercados futuros que se caracterizan por altos niveles de liquidez se vieron afectados en la primera crisis por lo que la Bolsa tuvo que suspender las operaciones. Además, el volumen de transferencias de dinero entre los ganadores y perdedores era enorme. De manera que para que no quebrara la bolsa los bancos tuvieron que suspender opera-

ciones en el mercado a futuros y dejar sólo el *spot* (corto plazo, de cero a tres días), estabilizando así el mercado. ¿Qué se hizo? Se implantó, como en Nueva York, el *circuit breaker*, es decir, se limitaron las variaciones diarias.

En tan sólo un día se movieron US\$6 billones en mercado de tasas de interés de los perdedores a los ganadores; todo tenía garantía y ese es el punto importante en el mercado, creo que en Colombia debemos desarrollar a muy corto plazo un mercado de futuros donde exista la posibilidad de proteger sus activos y pasivos, mediante operaciones que no necesiten el flujo de dinero. Y es aquí donde se encuentra el gran negocio, donde se puede salir, entrar, comprar y vender, es decir, donde se encuentra la liquidez del mercado.

¿Qué pasó con la banca?

El BCN, buen jugador en tasas de interés, perdió US\$400 millones y tuvo que ser vendido al Bradesco, que era un banco con cerca de US\$1 billón de patrimonio. Este banco francés, que no existe en Colombia, perdió también US\$400 millones en tesorería. Aún está por definirse su permanencia en Brasil. Existía también el banco de inversión más grande de América Latina, que perdió US\$1 billón y tuvo que ser vendido para ser capitalizado. Ahora una cosa importante es que muchas veces se tiene parte del balance en *accrual basis* y la otra parte en *mark to market*. Es como hacer un *forward* para proteger una posición activa o pasiva.

¿Qué pasó en Brasil con esta volatilidad?

Las operaciones de *accrual* (no se valoran) se hacen cada mes y el *mark to market* (valoración) de una vez. De manera que la persona que creía estar cuadrada en el balance se asustaba al ver que en realidad no lo estaba. Otra cosa importante es que cuando el mercado se altera se gana dinero con los clientes porque afortunadamente ellos nunca hacen las proyecciones cuando el mercado se encuentra estable. Al contrario, todos quieren cubrirse cuando éste está en el techo. En este momento es cuando se puede poner el precio y el cliente lo paga. En Brasil, por ejemplo, los clientes pagaban entre 2 y 5% en premio en busca de cobertura. También es importante mencionar que en Brasil toda operación, no importa de qué clase, tiene que

pasar por una bolsa, la cual debe tener un registro; si no hay control, no hay mercado. Esto garantiza tranquilidad debido a que el movimiento de dinero entre ganadores y perdedores es alto; de lo contrario podría pasar como sucedió en Rusia, que simplemente quebraron los bancos y no pagaron, y en Colombia ya en este año se perdieron US\$25 millones de reservas entre enero y principios de febrero.

En enero y febrero de este año se sabe que las expectativas de devaluación estaban cerca del 25%. Con la flotación ésta llegó al 70%, y las tasas de interés se elevaron. Hoy todavía estamos con la tasa de interés del 30% E.A. Es importante mencionar que muchos nos guiamos por los modelos que teníamos de las volatilidades pasadas que eran muy bajas. Cuando se presenta una crisis, el problema surge cuando la volatilidad se sale de todos los estándares; por esto es muy importante que se trabaje con la volatilidad pasada para tener una idea, pero siempre calculando la volatilidad futura que es aquella que los tesoreros creen que va a llegar, de manera que no tomen una posición que sobrepase el tamaño de la volatilidad.

Aunque todos decían que Colombia es un país distinto, que esas cosas no pasan acá, yo creo que está cada vez más abierto. Con el paso del tiempo va a cambiar la idea de que todas las bolsas del mundo suben y la de Colombia baja, o todas las bolsas bajan y las de Colombia suben; eso puede acabar. Colombia es un país que está abierto y va a estar dependiendo de lo que pasa afuera, de manera que se debe tener todo el cuidado con este tema porque lo que causa daño no es la posición sino el tamaño de la misma.

Desde 1995 en Brasil se liquidaron 30 bancos. Ahora recuerden lo que sucedió: en la primera crisis hubo como cuatro o cinco bancos que perdieron mucho dinero; en la crisis de ahora sólo dos bancos medianos quebraron y uno grande perdió cerca de US\$500 mil.

Hay cosas interesantes. Por ejemplo, hubo fondos mutuos apalancados que perdieron su patrimonio y más. Muchos bancos tuvieron que pagar por esto, mientras que otros no porque transfirieron la pérdida al cliente.

Los márgenes en los mercados futuros se multiplicaron por tres. Se tenía una posición de US\$1 millón; en la crisis se desembolsaron US\$2 o US\$3 millones más; muchos no tenían dinero, de manera que salieron de sus po-

siciones, y quienes estaban cubiertos hicieron uso de sus cubrimientos, en tanto que los títulos locales perdieron precio por el temor de que el gobierno no pagara.

Lo importante en todo esto es: a) las operaciones de cubrimiento con contabilizaciones distintas pueden llegar a causar grandes pérdidas; b) la volatilidad en tiempos de crisis jamás es pequeña, todo puede pasar; c) la actitud de que «aquí no tengo nada que perder en la crisis» puede dar una posición grande que quiebra bancos; y c) los *gaps* de liquidez e intereses son fundamentales porque en períodos de normalidad producen ganancia, pero bajo presión tienen un costo incalculable.

ANÁLISIS DE RIESGO
Y CRISIS FINANCIERA

Fernando del Olmo*
Analítica en Riesgo Financiero

* Socio consultor Analítica en Riesgo Financiero, México.

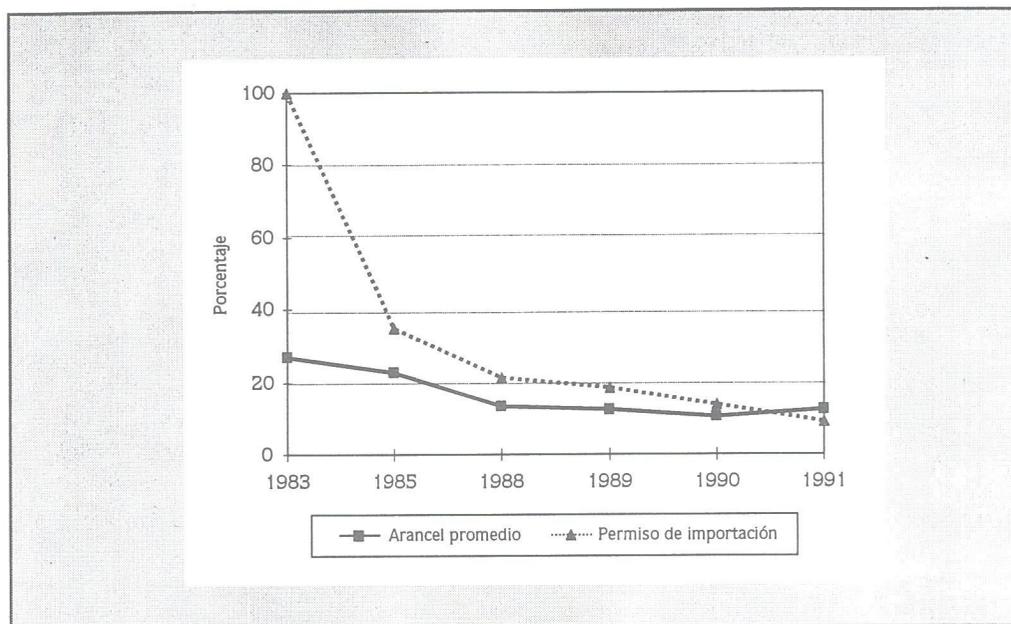
Voy a contarles una experiencia distinta de la que vivieron Argentina y Brasil y es el caso de la crisis mexicana de 1994. Comentaré brevemente lo que ocurrió en la crisis y luego cómo se está enfrentando la posibilidad de que no se vuelvan a presentar crisis en el mediano y largo plazos, o cómo resolverlas.

Quisiera empezar por retomar cuál era el contexto que vivía México antes de la crisis de 1994. Recordemos que había venido enfrentando un proceso de apertura económica y de corrección de las finanzas públicas. Prácticamente de 1984 a 1989, incluso aún antes de la firma del Tratado de Libre Comercio, se libera el 90% de los productos, se suspenden los permisos de importación y, sobre todo, la tasa de protección efectiva se va a cero (gráfico 1).

Esa apertura económica también conduce a una liberalización total del sector financiero. Se elimina la totalidad de las restricciones a los cajones selectivos de crédito, a las tasas de interés activas y pasivas y cualquier tipo de encaje. Esto hace que el mercado madure y se expanda muy rápidamente.

El segundo de los elementos de este proceso de apertura fue la corrección de las finanzas públicas que consistió en lo siguiente: veníamos de enfrentar un déficit público que llegaba en 1986 y 1987, al 16% del PIB. ¿Cómo se logró corregir ese financiamiento del déficit hasta llegar en 1991 a niveles del 2%? A través de varios procesos: se sanearon las finanzas públicas,

Gráfico 1 Apertura comercial



se redujeron drásticamente los gastos, se eliminaron todos los procesos de inversión, de subsidios implícitos y especialmente del gasto corriente. Paralelamente se empiezan a vender todas las empresas públicas, o la gran mayoría de ellas, (creo que quedan la de electricidad y Petróleos Mexicanos, entre ellas se vende Teléfonos de México en una cifra como de US\$8.000 millones), lo que permitió que el déficit cambiara sustancialmente, es decir, bajará; como consecuencia, también esta mejoría de ingresos públicos se dio en gran parte a través de la dinamización de los precios de los servicios públicos (gráfico 2).

Se liberaron todos los subsidios que había a la electricidad, a los precios de la gasolina, a los productos de consumo popular, y esto ocasionó una reducción drástica de la inflación. En 1987 traíamos un nivel de inflación de 160% y para 1992 estábamos alrededor de 12 o 13% (gráfico 3).

Cabe mencionar que este milagro de bajar en tan poco tiempo, en una forma tan drástica la inflación, se logró gracias a un mecanismo de concertación,

Gráfico 2
Déficit público

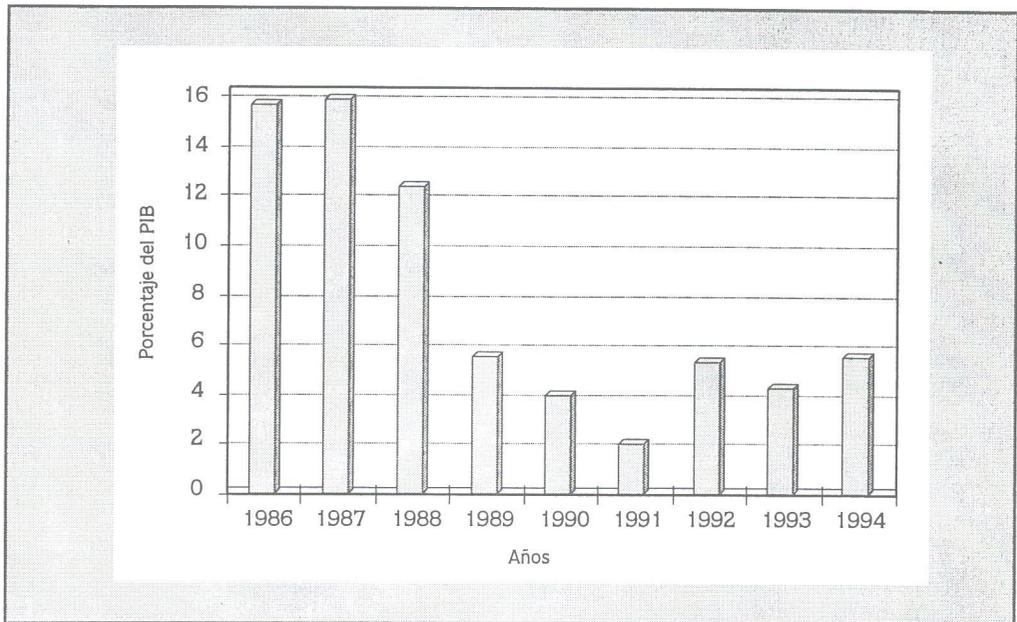
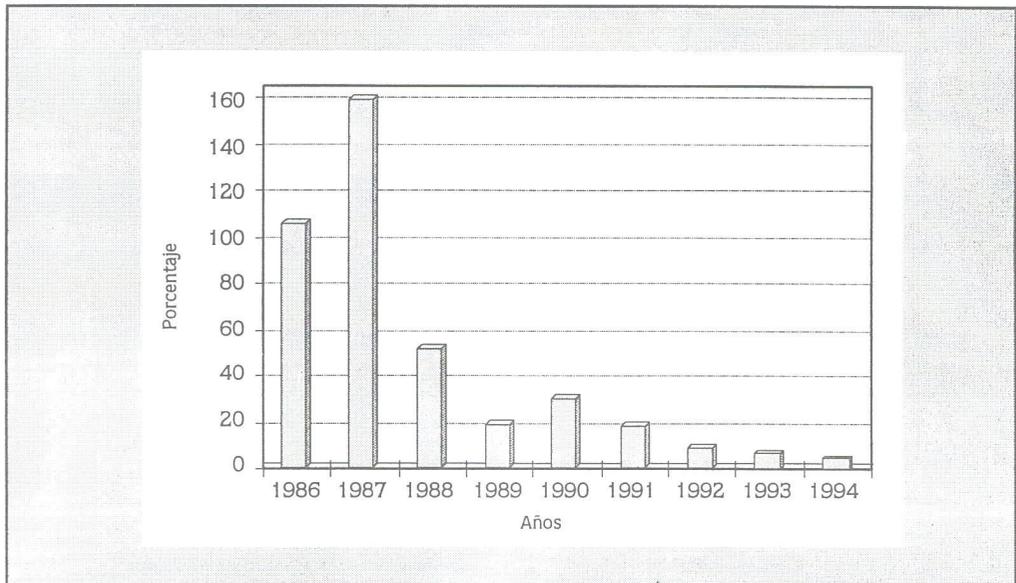


Gráfico 3
Inflación



que eran los famosos «pactos», que consistían en firmar con el sector empresarial un convenio de ajuste de precios. ¿Cuál era el costo de que el sector empresarial no aceptara eso? La liberación total al sector externo. En el sector textil, por ejemplo, que fue el primero que no quiso aceptar, en tres meses se liberaron todos los productos y aproximadamente en seis meses más el 40% de las empresas textiles estaba en el equivalente a concordatos, porque ninguna resistía una apertura tan abrupta como la que se dio. Se estableció una especie de convenio o de pacto económico para que la liberalización fuera muy rápida, pero al mismo tiempo se contuvieran los precios.

El costo de este proceso económico fue muy grande, pues el déficit de la cuenta corriente llegó a ser el 30% de las importaciones. Las importaciones mexicanas, que alcanzaron los US\$20.000 millones en 1988, empezaron a crecer en una forma bastante acelerada, hasta llegar aproximadamente al orden de \$80.000 en 1994, al igual que las exportaciones, produciendo un déficit en la cuenta corriente de \$90.898 millones durante el período 1990-1994, de los cuales \$24.400 correspondieron a 1992, \$23.400 millones a 1993 y \$29.400 millones a 1994 (cuadro 1 y gráfico 4).

¿Cómo se hizo para absorber este costo? Realmente la discusión era que no preocupaba el monto del déficit, lo que importaba era cómo se financiaba, si a través de préstamos o a través de inversión. México en las crisis anteriores de 1980 había provocado una especie de reacción negativa al endeudamiento vía préstamos, por tanto se adoptó una política mediante inversiones y efectivamente éstas fluyeron de una manera bastante fuerte.

En el año de 1991 entraron US\$14.000 por inversión extranjera, en 1992 US\$24.000, en 1993 US\$23.000, y en 1994 US\$26.000 millones. En síntesis, recibimos en tres años US\$90.000 millones en inversión extranjera. Podríamos decir que los préstamos que obtuvimos de los organismos, de los bancos, prácticamente fueron eliminados del panorama. Más aún, nos dimos el lujo de hacer prepagos como, por ejemplo, en 1992 (cuadro 2 y gráfico 5).

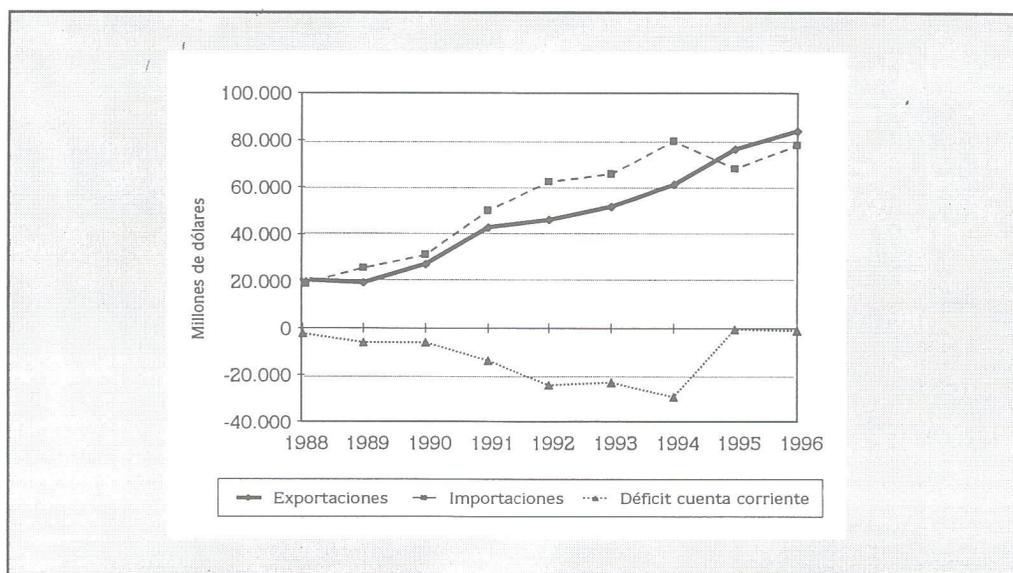
Otro de los elementos importantes fue: si se tenía ese mecanismo de inversión extranjera tan fuerte para compensar el déficit en la cuenta corriente,

Cuadro 1
Balanza comercial, 1988 - 1996
(millones de dólares)

	Exportaciones	Importaciones	Déficit cuenta corriente
1988	20.563	18.898	-2.442
1989	19.434	25.438	-6.004
1990	26.951	31.089	-6.349
1991	42.688	49.967	-13.789
1992	46.196	62.130	-24.400
1993	51.886	65.367	-23.400
1994	60.882	79.346	-29.400
1995	76.115	67.969	-700
1996	84.057	77.524	-1.000
		Déficit 90-94	-90.898
		Déficit 88-94	-103.342

Fuente: Análítica en Riesgo Financiero, S.C.

Gráfico 4
Balanza comercial, 1988 - 1996
(millones de dólares)

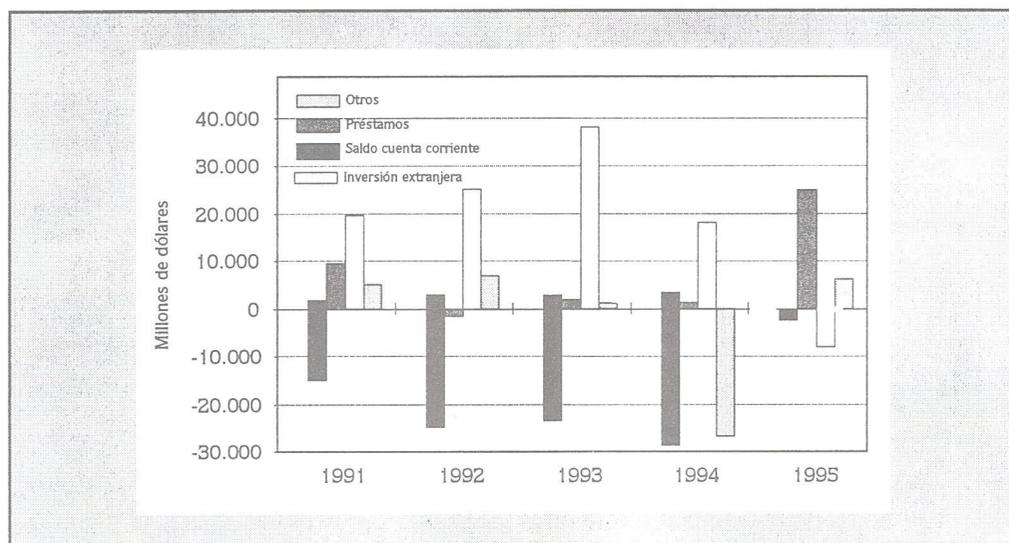


Cuadro 2
Cuenta de capital
(Millones de dólares)

	Saldo cuenta corriente	Préstamos	Inversión extranjera	Reservas, otros activos y errores y omisiones
1991	-14.892,50	8.435,60	17.504,00	4.585,30
1992	-24.804,20	-1.413,00	22.403,60	6.136,40
1993	-23.392,70	1.629,90	33.819,90	109,30
1994	-28.714,90	852,80	16.165,80	-26.072,50
1995	-198,70	22.196,50	-7.093,30	5.527,50

Fuente: Analítica en Riesgo Financiero, S.C.

Gráfico 5
Financiamiento del déficit



¿qué fue lo que pasó? ¿Por qué se salió de las manos? Quisiera hacer una aclaración previa antes de entrar a este punto. De los US\$90.000 millones que recibimos en unos cuantos años el 80% entró vía mercado de dinero y de capital, el 20% era inversión extranjera directa. Hay que aclarar que

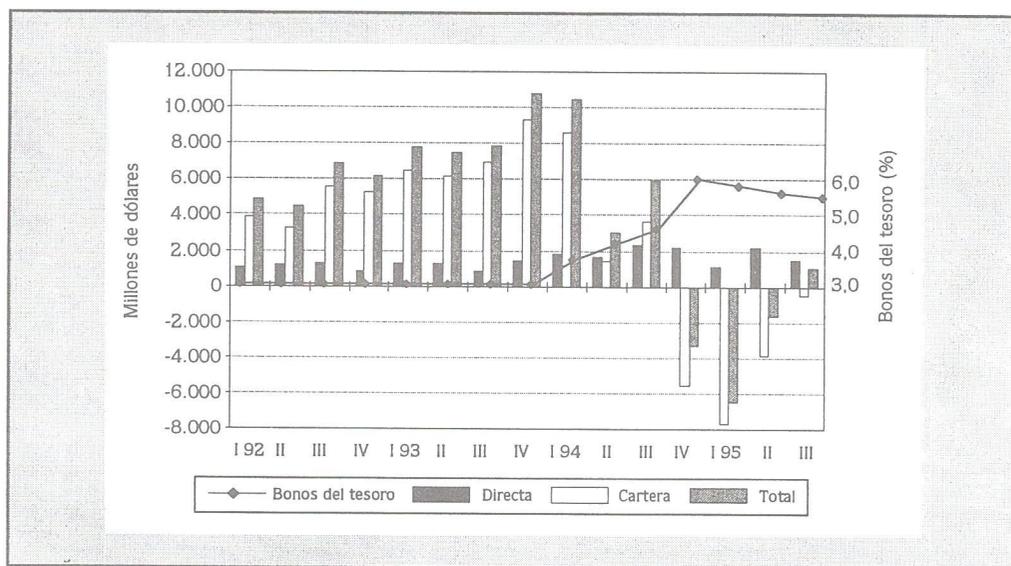
dentro de ese 80% que entró al mercado de dinero y de capitales no todo fue de corto plazo necesariamente especulativo, recordemos que en la práctica el 90% de las empresas públicas que se vendieron se hizo a través del mercado de capitales, por tanto fue el mecanismo que permitió, ya sea reciclar recursos de mexicanos que estaban en el exterior, o de inversión extranjera a través del mercado de capitales (gráfico 6).

Hasta ese momento estaba bien equilibrada la economía. Se había firmado el Tratado de Libre Comercio. Sin embargo, se da una serie de factores coyunturales y otros un poco más estructurales.

Dos factores coyunturales:

- Políticamente aparece la guerrilla de Internet –el Ejército Zapatista de Liberación Nacional–, porque después de la toma de un pequeño pueblo no volvieron a hacer un solo disparo y su publicidad aparece en las hojas de Internet de todo el mundo, pero internamente no tienen la mayor importancia; sin embargo, crean un efecto muy negativo dentro de los mercados.

Gráfico 6
Inversión extranjera



- Matan a Luis Colosio, que era el candidato del partido oficial, y a los pocos meses al secretario general del partido oficial. Había un ambiente político bastante negativo.

Desafortunadamente se conjuga, con una característica que va a estar presente siempre en todas las crisis, el efecto de los mercados internacionales.

¿Qué sucede en 1994? La tasa de interés del *Treasury Bill* sube en 1994. Venía muy estable en 1992, ¿qué tan estable? La tasa de interés era del 3,2%, en 1993 termina en 3,3% y en un solo año, la tasa de interés del *Treasury Bill* a 30 años se sube al 6.3%, estamos hablando que la tasa de interés de cero riesgo a nivel mundial casi se duplica. En consecuencia, todos los capitales retornan a aquellas inversiones con cero riesgo y duplican su rentabilidad a nivel internacional. Efectivamente, en el momento en que empieza a subir la tasa de interés del *Treasury Bill* las inversiones en México comienzan a caer (cuadro 3).

Cuadro 3
Inversión extranjera
y tasa de interés internacional

	Directa	Cartera	Total	<i>Treasury Bills</i>
1992	1.042	3.862	4.904	3,2
II	1.180	3.292	4.472	3,2
III	1.275	5.593	6.868	3,2
IV	894	5.262	6.157	3,2
1993	1.307	6.460	7.767	3,2
II	1.244	6.197	7.441	3,2
III	989	6.969	7.868	3,2
IV	1.450	9.291	10.741	3,3
1994	1.845	8.615	10.461	4,0
II	1.616	1.435	3.053	4,5
III	2.325	3.646	5.971	5,0
IV	2.190	-5.511	-3.320	6,3
1995	1.156	-7.655	-6.499	6,1
II	2.210	-3.837	-1.627	5,9
III	1.537	-504	1.032	5,8

Fuente: Análítica en Riesgo Financiero, S.C.

¿Qué hace el gobierno mexicano para evitar esta corrida ante el regreso de los inversionistas hacia la inversión más segura? Se emitió una deuda interna denominada en dólares, que en México se conoció como Tesobonos (es equivalente a los TES en dólares colombianos) y se utilizó como elemento para absorber el impacto externo de la salida de capitales buscando el *Treasury Bill* a 30 años.

¿Cómo se maneja este instrumento? El saldo nominal de la deuda de Tesobonos era aproximadamente de US\$600 millones en septiembre de 1993, cuando empiezan los acontecimientos.

Se da la muerte de Colosio, y la del secretario general del partido, empieza a subir la tasa de interés y el gobierno mexicano a emitir Tesobonos, deuda interna, denominada en dólares. Emitimos US\$1.300, US\$1.400 millones, US\$17.000 millones, hasta llegar a US\$26.600 millones en un año. ¿De qué orden de magnitud es esto? Obviamente el crecimiento es exponencial, pero para la deuda externa no era muy significativo. Recordemos que México traía en ese entonces aproximadamente US\$160.000 millones de deuda externa. No era una cifra tan absurda y de deuda interna, era el 7%, no era realmente mucho (cuadro 4 y gráfico 7).

¿Por qué se da la crisis? Por una simple razón, los flujos de capitales internacionales se regresan a la inversión de cero riesgo. Además viene el cambio de gobierno, entra el presidente Zedillo, asume como ministro de Hacienda quien había firmado el Tratado de Libre Comercio y llega a presentar a Nueva York a los inversionistas extranjeros el programa del gobierno mexicano. ¿En qué consiste el programa de gobierno?

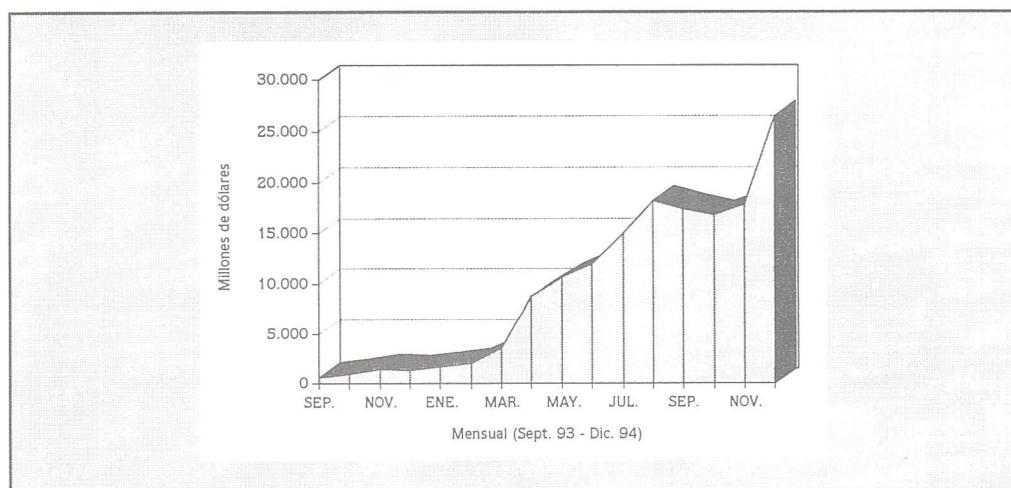
- Una administración de tipo de cambio a través de bandas cambias.
- El requerimiento de otros US\$30.000 millones de déficit de la cuenta comercial, más US\$29.000 millones de vencimiento de Tesobonos que muchos de ellos, aunque se contrataron a 6, 9 meses, un año, de todos modos tenían vencimientos y había que hacer una serie de liquidaciones de la banca extranjera en el corto plazo del orden de US\$20.000 millones.

Cuadro 4
Saldo de Tesobonos
(Millones de pesos y dólares)

		Pesos	Tipo de cambio	Dólares
1993	Septiembre	2.287,3	3,2932	633,8
	Octubre	3.155,7	3,3048	954,9
	Noviembre	4.793,6	3,3176	1.444,9
	Diciembre	4.476,5	3,3296	1.344,5
1994	Enero	5.637,0	3,3424	1.686,5
	Febrero	6.784,0	3,3536	2.022,9
	Marzo	11.800,0	3,3656	3.506,1
	Abril	29.739,0	3,3776	8.804,8
	Mayo	36.107,0	3,3904	10.649,8
	Junio	40.630,0	3,4024	11.941,6
	Julio	51.263,0	3,4140	15.015,5
	Agosto	62.349,0	3,4272	18.192,4
	Septiembre	59.857,0	3,4392	17.404,3
	Octubre	57.913,0	3,4515	16.779,1
	Noviembre	61.987,0	3,4636	17.896,6
	Diciembre	106.414,0	4,0020	26.590,2

Fuente: Analítica en Riesgo Financiero, S.C.

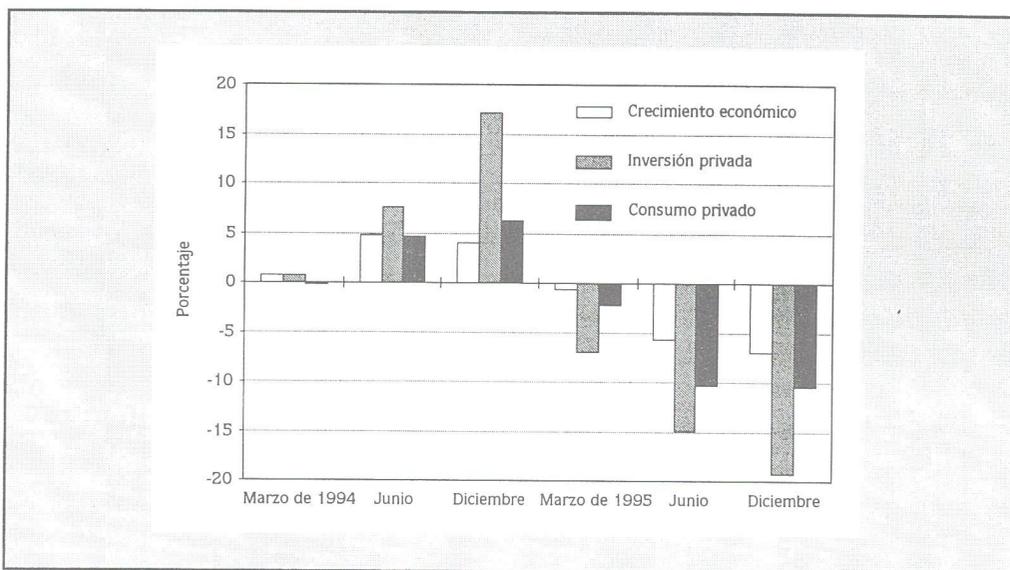
Gráfico 7
Tesobonos



En síntesis, lo que implicaba es que en un año México requería cerca de US\$58.000 millones, esto es, el 35% de los flujos mundiales de capitales a los países emergentes, y la banca no estuvo dispuesta a aceptarlo.

¿Qué sucede? En el vuelo de regreso del ministro de Hacienda a la ciudad de México, en dos horas salen US\$3.800 millones, hasta que suspenden el mercado. Obviamente hay la devaluación, lo que implica que vuelven a salir US\$17.000 millones en unos cuantos meses. El crecimiento económico que venía bastante positivo, del orden del 4%, 5%, cae a tasas de menos del 6%; la inversión privada que rondaba alrededor del 17% en los últimos trimestres de 1994 se cae a menos 20%; el consumo privado que andaba alrededor del 7% se cae para diciembre de 1995 alrededor de menos del 10% (gráfico 8).

Gráfico 8
Crecimiento, inversión y consumo privado
(tasas de crecimiento)



¿Qué pasó con los indicadores macroeconómicos? La tasa de interés de los Cetes, que es el TES, pero denominado en pesos no en dólares, había estado ya alrededor del 15% de interés nominal, en diciembre de 1994. Para marzo esa misma tasa llega a 50%, en junio a 62% y en diciembre a 70%.

A diferencia del caso brasileño esto va a tener un impacto muy grave en los bancos, pero no por el manejo de tesorerías sino por el impacto que tiene en cuanto a la cartera improductiva de los bancos (cuadro 5 y gráfico 9).

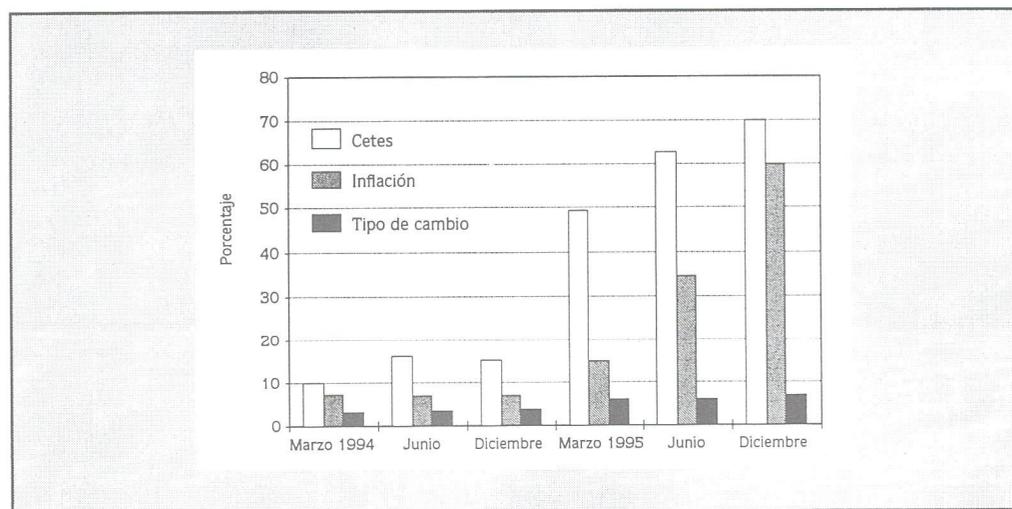
La gente que tenía deudas en tarjetas de crédito pagaba en aquel entonces una tasa más o menos del 30%, 32% en diciembre y llega a estar en marzo a 108%. Imagínense ustedes el impacto de esto en todas las carteras hipo-

Cuadro 5
Tesobonos

	Marzo	Junio	Dic.	Marzo	Junio	Dic.
Cetes	9,90	16,10	15,28	49,50	62,80	70,10
Inflación	7,30	6,90	6,90	15,00	34,40	60,00
Tipo de cambio	3,16	3,34	3,59	5,96	6,02	6,98
Reservas	26.224	16.143	6.155	6.852	6.826	15.188
Crec. económico	0,7	4,8	4,0	-0,6	-5,6	-7,0
Inversión privada	0,7	7,6	17,1	-7,0	-14,9	-19,3
Consumo privado	-0,2	4,6	6,3	-2,3	-10,3	-10,5

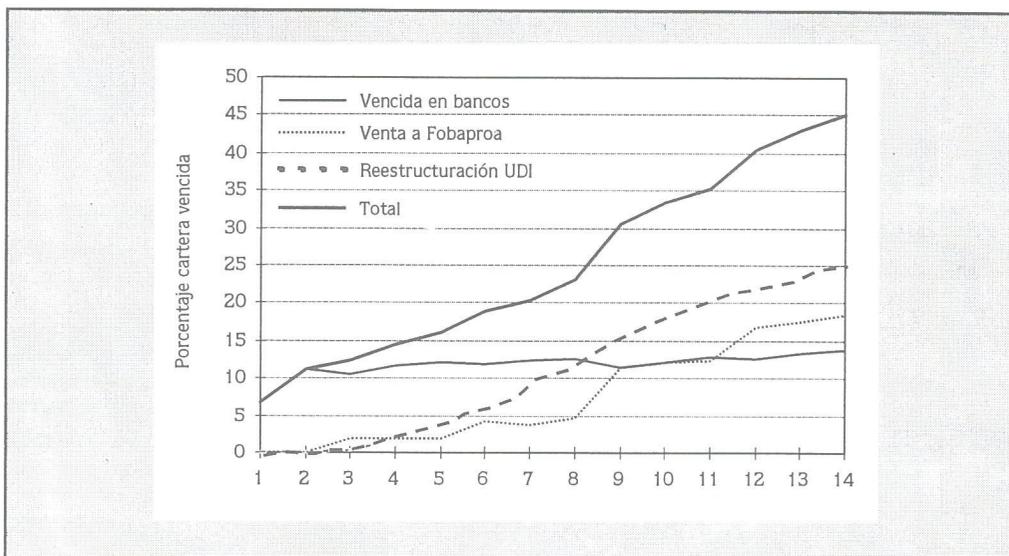
Fuente: Análítica en Riesgo Financiero, S.C.

Gráfico 9
Signos de la crisis



tecarias que funcionan igual que en Colombia, son de capitalización negativa, no se amortiza capital, sino a la inversa, sigue creciendo el capital, cuando de repente la tasa de interés sobre la que estaban cotizando de 28%, 30%, se pasa a 90% un trimestre más tarde. El problema no fue el alza en la tasa, sino que se mantuvo durante mucho tiempo y esto llevó a un tropiezo muy serio en toda la estructura de la economía (gráfico 10).

Gráfico 10
Cartera vencida



El desempleo se fue a las nubes, perdimos un millón y medio de empleos, afortunadamente tenemos 3.200 kilómetros de frontera con la economía más grande del mundo y cuando se presentan estos factores hay una absorción de empleo y de emigrantes irregulares a Estados Unidos. Eso minimiza mucho los impactos en la economía y desde luego se produce la crisis que ya ustedes saben.

Hay otro elemento muy importante: como en el caso brasileño en un trimestre perdimos prácticamente el 70% de las reservas. Había reservas que rondaban alrededor de US\$30.000 millones y para diciembre de 1994 descendíamos a US\$3.500 millones de reservas, 11% de lo que existía un trimestre anterior.

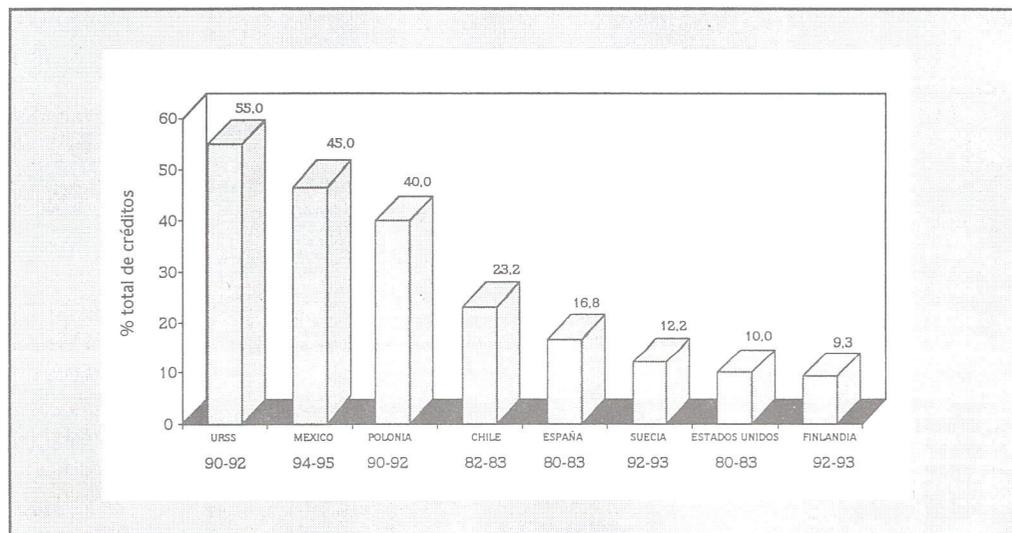
Afortunada o desafortunadamente tuvimos el apoyo de los principales socios comerciales, algo así como US\$50.000 millones en el muy corto plazo que nos permitieron suavizar ese impacto. ¿Qué pasó con la deuda? La cartera vencida de los bancos no fue un problema de liquidez de las tesorerías, ningún banco realmente tuvo problemas, salvo uno, pero fueron mínimos, un banco de los grandes perdió US\$100 millones, pero no tuvo problemas mayores. Aquí el problema es que la cartera vencida, que andaba alrededor del 6%, pasa 14 meses más tarde a 45%.

Para comparar con diversas crisis que ha habido, por ejemplo, el caso chileno, 1982-1983, la cartera vencida llegó a ser de 29%, en España 16%, en el sueco 12%, en el de los *savings and loans* en Estados Unidos en los años ochenta llegó a ser del orden de 10%, Finlandia 9,3%, los casos más graves han sido Polonia, México y la Unión Soviética (gráfico 11).

¿Qué pasó, además de la parte macroeconómica, con el sector financiero?

Recuerden ustedes que en México, como parte del proceso de saneamiento de las finanzas públicas, en 1982 se había nacionalizado la banca e inmediatamente tres meses después se decidió privatizarla. El proceso de privati-

Gráfico 11
Cartera vencida homologada



zación duró bastante tiempo; en 1990 se inicia y se concreta en 1992. Veníamos entonces de una banca recién privatizada, pero veníamos también de un proceso nunca antes visto, que el mejoramiento de las finanzas públicas provocó lo que todos los economistas, los financieros siempre hemos deseado: que haya un *crowding out*, o sea, que los recursos de la banca vayan a financiar al gobierno; aquí se dio el proceso inverso, se dio un *crowding in*, es decir, la banca dejó de financiar al sector público. ¿Cómo se financió el sector público? En primer lugar, con la venta de todas sus empresas paraestatales, o de la gran mayoría de ellas y, en segundo lugar, operaciones de mercado abierto, a través de Tesobonos, TES, etcétera.

En 1986, la banca canalizaba el 73% de los recursos por financiar a los sectores público y privado. De ese monto, prácticamente el 80% iba a financiar gasto público, es decir, empresas paraestatales, gobierno federal, etc. Se da el proceso de saneamiento, se da la colocación y simplemente cae a menos del 10% del financiamiento total que canaliza la banca al sector gubernamental (cuadro 6 y gráfico 12).

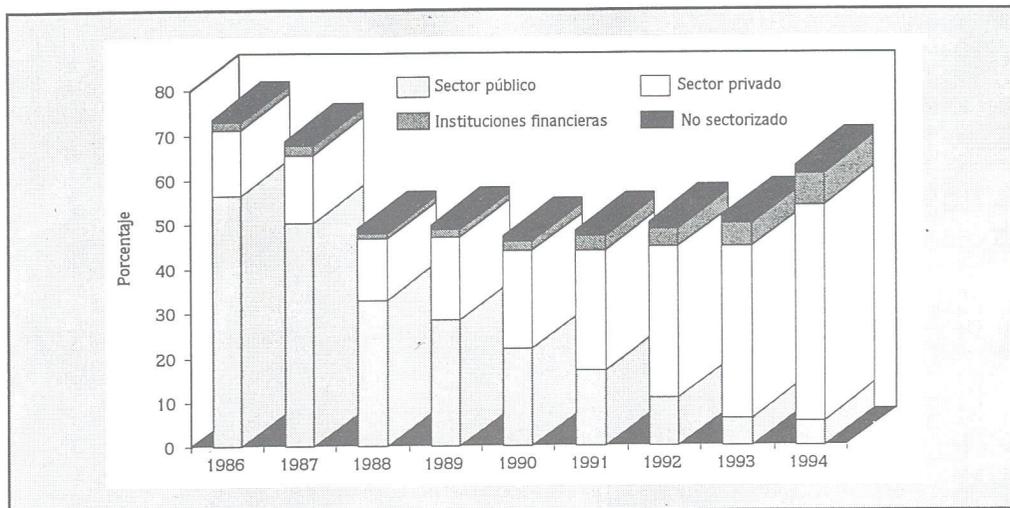
Ustedes dirán que eso es lo que siempre han esperado el sector financiero y todos los mercados, sólo que la banca había venido de un proceso en

Cuadro 6
Financiamiento del sistema bancario
(% del PIB)

	Sector público	Sector privado	Instituciones privadas	No financieras	Total sectorizado
1986	56,5	14,5	1,9	0,7	73,6
1987	50,5	15,1	2,2	0,8	68,6
1988	32,9	13,7	1,5	1,0	49,1
1989	28,4	18,7	1,7	1,0	49,8
1990	22,0	21,8	2,4	1,2	47,4
1991	17,0	27,0	3,4	1,2	48,6
1992	10,8	34,0	4,1	1,5	50,4
1993	6,2	38,6	5,2	1,9	51,9
1994	5,7	48,5	7,0	2,0	63,2

Fuente: Análítica en Riesgo Financiero, S.C.

Gráfico 12
Financiamiento del sistema bancario
(% del PIB)



donde no sabía prestar, porque no es lo mismo prestar a riesgo soberano que prestarle al sector privado en donde sí hay riesgos. También hay un cambio en la composición de que todo el crédito corporativo se va al mercado de capitales, al mercado de dinero y lo que se queda financiando la banca se va hacia los mercados segundos, terceros y cuartos que son pequeña y mediana empresa, consumo, etc. Eso implica mayor nivel de riesgo o, por lo menos, un riesgo que la banca no sabía todavía cómo enfrentar y cómo manejar.

Se venía de un proceso de privatización de la banca que fue calificado por algunos, y especialmente en el mercado internacional, como una de las maravillas de las negociaciones, el precio promedio de venta de las instituciones bancarias fue 3,5 valor en libras y, curiosamente como unos lo calificaron de una excelente negociación, fue para otros la causa de los problemas que enfrentaría la banca.

Durante el período en que fue nacionalizada la banca, uno de los grandes avances que tuvo fue lograr consolidar el concepto de banca integral. Los grupos fusionaron arrendadoras, empresas de factoraje, dentro de los grandes grupos financieros. Cuando se privatizaron, 18 bancos, el precio promedio fue de 3,5 veces valor en libras (cuadro 7).

Cuadro 7
Privatización de la banca
(Millones de pesos y porcentaje)

		Valor en libros	Precio venta	Libros (%)*
1.	Mercantil	229,8	611,2	2,7
2.	Banpaís	180,5	545,0	3,0
3.	Cremi	220,1	748,3	3,4
4.	Confía	239,2	892,3	3,7
5.	Oriente	55,8	223,2	4,0
6.	Bancrecer	168,0	425,1	2,5
7.	Banamex	3.719,5	9.745,0	2,6
8.	Bancomer	2.876,3	8.600,0	3,0
9.	BCH	329,0	878,4	2,7
10.	Serfin	1.051,2	2.827,8	2,7
11.	Comermex	725,5	2.706,0	3,7
12.	Somex	568,6	1.876,5	3,3
13.	Atlántico	277,2	1.469,2	5,3
14.	Promex	254,0	1.074,5	4,2
15.	Banoro	288,1	1.137,8	4,0
16.	Norte	417,8	1.775,6	4,3
17.	Internacional	504,0	1.486,9	3,0
18.	Centro	187,0	869,4	4,7
	Media			3,5

* Número de veces el valor en libros.

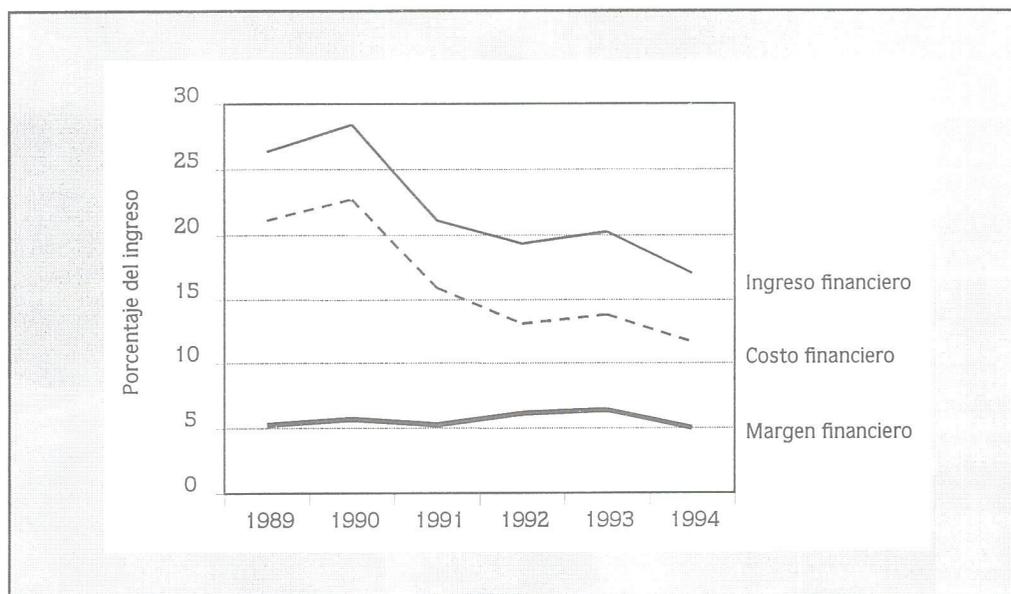
Fuente: Analítica en Riesgo Financiero, S.C.

Por supuesto que este precio tuvo rigideces hacia abajo, en un momento en que la apertura de los mercados financieros debía haber hecho que el margen financiero bajara, prácticamente todos los corporativos se financiaban en el mercado de dinero y los más grandes colocaban incluso ADR¹. Recor-

1. ADR: papeles de inversión estadinenses en otros países.

demos que en 1993 ya salíamos nosotros con las primeras colocaciones en la Bolsa de Nueva York, paralelamente en México y si efectivamente bajan la tasa nominal, la tasa de interés activa, la tasa de interés pasiva, el costo financiero también baja, pero el margen permanece constante para los bancos. Por supuesto, el no haber repercutido eso en los usuarios del crédito va a ocasionar precisamente los problemas de incapacidad de pago de muchos de los usuarios del crédito (gráfico 13).

Gráfico 13
Margen financiero



¿De qué magnitud fue este crecimiento?

El crédito a empresas, que era del 13,7% del PIB en 1988, pasó a financiar el equivalente al 48,5% del PIB en 1994. El crédito a las empresas grandes pasó del 10% al 37,5% del PIB en el mismo período. El crédito al consumidor, que era del 1% del PIB, pasó al 5% del PIB, es decir, se multiplicó cinco veces como proporción del PIB. Una de las características de las crisis es que la expansión nominal del crédito supera en mucho la capacidad de crecimiento de la economía y ustedes ya lo vivieron. El crédito a la Pyme, que era del 2,7% del PIB, pasa a ser el 10% del PIB. En síntesis, los bancos no

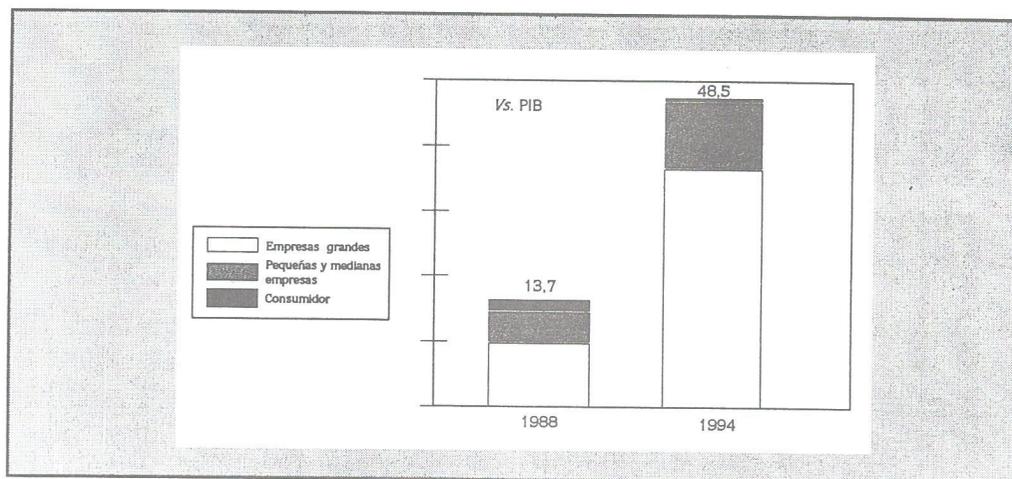
supieron o no pudieron absorber rápidamente esos nuevos usuarios con distintos riesgos (cuadro 8 y gráfico 14).

Cuadro 8
Crédito a empresas
(% del PIB)

	1988	1994	Veces
Empresas grandes	10,0	37,5	3,3
Pequeñas y medianas empresas	2,7	10,0	2,7
Consumidor	1,0	5,0	5,0
	13,7	48,5	3,5

Fuente: Analítica en Riesgo Financiero, S.C.

Gráfico 14
Crédito a empresas
(% del PIB)



A esto habría que agregar algunos elementos más para terminar este panorama del sector financiero. Se había enfrentado un proceso de apertura y muchas empresas cambiaron sus condiciones de operación. Por ejemplo,

Calzado Canadá era una empresa que durante 40 años había sido el modelo de eficiencia de una empresa manufacturera, controlaba 45% del mercado, ¿por qué los bancos le seguían prestando? Porque nunca se imaginaron los impactos que iba a tener con la apertura; en 1993 Calzado Canadá se fue a suspensión de pagos, una empresa que había acumulado unas utilidades impresionantes. ¿Cuál fue el error? Los bancos no asumieron la dinámica que iba a tener para las empresas el cambio de la apertura.

Muchos dueños de bancos recién privatizados venían de casas de bolsa y éstos tienen una ventaja pero también una desventaja: en las casas de bolsa el riesgo no se asume, se transfiere a otros tomadores, pero tenían una ventaja enorme a diferencia de los banqueros tradicionales, que son mucho más dinámicos en el ajuste de sus decisiones; sin embargo, estaban manejando negocios distintos, pues no es lo mismo transferir el riesgo, que asumirlo.

En 1994 no se contaba todavía con los métodos estadísticos para identificar, medir, controlar y administrar el riesgo.

Operó un retraso más de quince años respecto a las técnicas, respecto a los sistemas de información a nivel mundial, hay algún estudio de alguna empresa consultora aquí en Colombia en donde ubica más o menos en dieciocho años el rezago tecnológico que tienen los bancos comerciales respecto a las mejores prácticas mundiales.

Hay una brusca apertura del sector financiero, una normatividad gubernamental que no correspondía a los requerimientos que, en ese momento, se requerían y especialmente que esos riesgos instrumentados o esta normatividad que existía se orientaba más a las auditorías tradicionales y no a los modelos preventivos o proactivos de estimar el riesgo. Finalmente, algo bastante parecido a lo ocurrido en Colombia: una libertad muy grande con los intermediarios financieros no bancarios, especialmente las cooperativas de crédito, que financiaban algo así como US\$128 millones, seis años después había 279 que financiaban US\$9.600 millones. Por supuesto que estos saldos de la rama crediticia tan grandes ninguna organización es capaz de enfrentarlos (cuadro 9).

Después de la crisis 75% de la cartera de las uniones o de las cooperativas de crédito es totalmente inviable y el 55% de las instituciones financieras

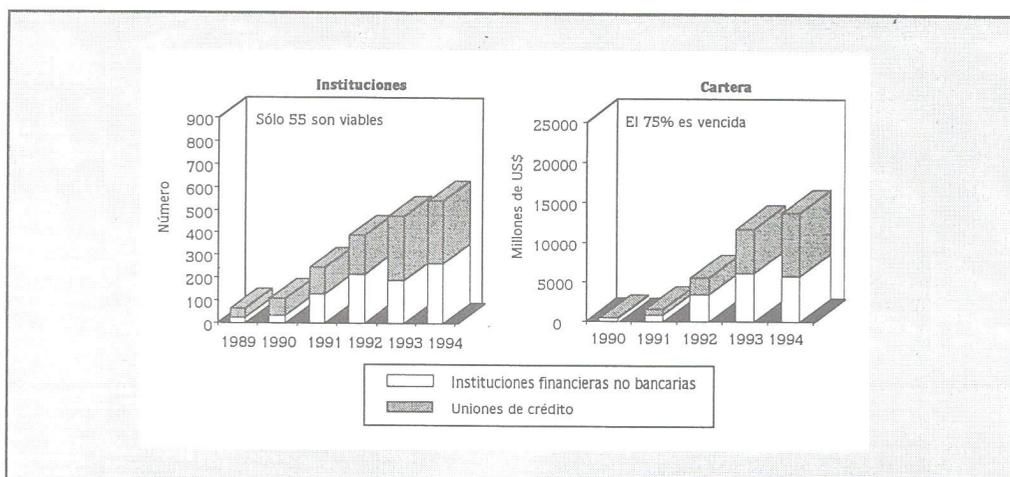
Cuadro 9
Intermediarios financieros no bancarios
(Número y millones de dólares)

	Instituciones financieras no bancarias 1988		Uniones de crédito	
	Número	Millones de US\$	Número	Millones de US\$
1989	63	368	40	128,4
1990	104	1.411	75	745,0
1991	245	5.498	121	2.181,0
1992	388	11.586	172	5.675,0
1993	477	13.813	287	8.129,0
1994	534	16.800	279	9.600,0

Fuente: Analítica en Riesgo Financiero, S.C.

no bancarias son viables, el resto desaparece. Se tiene que crear una especie de Fogafin para las uniones de crédito que es el Sufogapcop, si mal no recuerdo así se llama, para manejar este 75% de los US\$9.600 millones (gráfico 15).

Gráfico 15
Intermediarios financieros no bancarios
(Número y millones de dólares)



¿Qué pasa en las instituciones? Se habían vendido 18 instituciones y solamente tres bancos. Banpaís, Bancacrem y BCH son intervenidos y liquidados, no por problemas de tesorería sino porque no hubo liquidez suficiente. Cinco bancos fueron fusionados voluntaria e involuntariamente: Vital, banco internacional, se fusionó con Banco del Atlántico que era más grande que él, simplemente lo cargaron como costo de seguir operando la franquicia; a Banorte, que era un banco muy eficiente, le anexaron los tres bancos chicos que son Bansen, Banorte y así subsecuentemente.

Ocho bancos fueron vendidos al capital extranjero, con una característica, el precio promedio de compra fue aproximadamente el 12% del valor en libros. La tónica es adquirir, los negociadores son muy buenos, Citybank estaba negociando la compra de Confía, en un monto de US\$910 millones por el 55% de las acciones, algo habrá visto Citybank en las cifras del banco, se retira de las negociaciones, cuatro meses después lo interviene el gobierno, lo vende en remate y compra Citybank por US\$210 millones el 92% de las acciones.

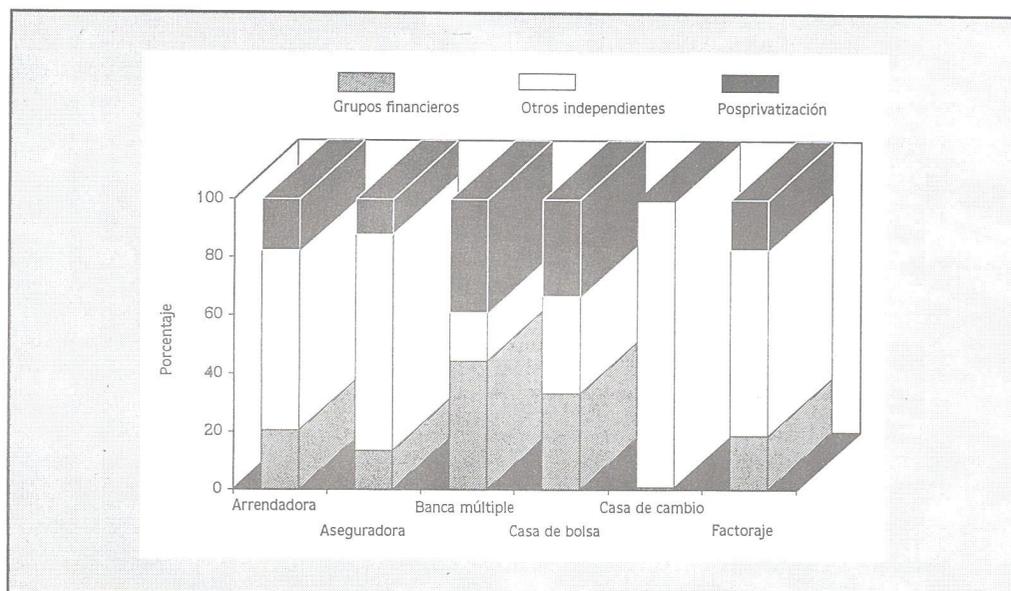
Después de esta hecatombe solamente quedan dos bancos mexicanos, con capital nacional íntegro, que son Banamex y Banorte, y el resto fuera. Poco antes del proceso de la crisis fueron autorizados, además de estos 18 bancos privatizados, 38 bancos nuevos, de los cuales 18 eran nacionales y el resto filiales de bancos extranjeros. Los bancos nuevos tampoco fueron excluidos de esta crisis, de esos 18 bancos diez tuvieron que ser intervenidos por problemas de liquidez, cuatro fueron liquidados, seis fueron fusionados y ocho siguen operando; de esos, cuatro fueron comprados por algunos bancos extranjeros.

Antes de la crisis, la banca mexicana controlaba el 90% de la captación, actualmente los 18 bancos controlan menos del 40%. ¿Qué está pensando la banca para enfrentar esto? Por primera ocasión en la historia, los dos grandes competidores que eran Banamex y Bancomer están hablando de fusionarse; dos grandes corporaciones que tienen activos por US\$48 mil millones, 60.000 empleados y 2.370 sucursales. ¿Y por qué están pensando en la fusión? Porque no hay posibilidad de competir si no es en estos términos (gráfico 16).

Olvidémonos un poco del recuento de la crisis, esto era simplemente para contextualizar. Se empezó con el rescate bancario utilizando un instrumen-

Gráfico 16

Integración de instituciones financieras durante la posprivatización



to que es exactamente lo mismo que ustedes tienen con el Fogafin, se llama Fondo Bancario de Protección al Ahorro, que estaba diseñado para atender problemas de crisis institución por institución.

En el tercer trimestre de 1995 la banca había perdido en promedio el 68% de su capital, en tres trimestres, es incontrolable; entonces obviamente el fondo Foaproa tiene que utilizar una serie de instrumentos muy rápidos: la ventanilla de liquidez en dólares para bancos, apoyos temporales a la capitalización, hay intervenciones, hay apoyo de deudores, se capitalizan los bancos y nuevamente vuelve a haber una recompra de algunos bonos de carreteras.

A través de la ventanilla de liquidez, los bancos mexicanos cancelaron US\$20.000 millones que debían a la banca internacional². Prácticamente en un año se terminan, los compromisos, se cierra la ventanilla y está todo

2. Se creó el Unicorca, un fideicomiso de *swaps* para cambiar dólares por pesos.

listo. ¿Qué pasa con la intervención y saneamiento de bancos? Se les pide primero a los accionistas que capitalicen. Muchos de ellos tratan de conseguir los recursos, simplemente no pueden y se intervienen aquellos bancos en donde no pudieron adquirir el capital con los accionistas y no pudieron conseguir accionistas nuevos. Hubo entonces un programa de capitalización temporal a los bancos: el banco central, a través de Foaproa, les hace un préstamo temporal, por un año, a los accionistas de los bancos para que capitalicen durante ese tiempo y especialmente que se logren los niveles de capitalización y de solvencia que requiere la comisión para operar.

El programa de apoyo a deudores. Se instrumentan numerosos programas de apoyo de reestructuración inmediata a los deudores; ha habido seis vueltas totales, porque la primera que es similar a lo ocurrido en Colombia, nada más se refinanció por arriba de ciertos márgenes, no sirvió para nada, a los seis meses ya no operaba y a los ocho meses hubo que volver a hacerlo.

El Congreso, totalmente en forma independiente de las autoridades monetarias, va a destinar una cantidad muy importante de recursos fiscales (50% del saldo de los créditos) a la pequeña y mediana empresa e hipotecarlos en el país porque técnicamente son imposibles de pagar; hay una serie de requisitos para no crear condiciones o incentivos adversos, fomentando o beneficiando a los que no han pagado, a diferencia de los otros; esto significa que es genérico para todos.

Como no alcanzó el programa de capitalización temporal porque la banca siguió perdiendo, para que se tenga una idea, ha capitalizado 2,5 veces desde la crisis, algo así como 27%; entonces se creó un mecanismo que se llamó compra de cartera. El banco a través de Foaproa compraba dos pesos de cartera por uno de capitalización. Finalmente hubo otra situación, se había tenido una expansión de cartera de cuatro carriles a casi todo el país y eso se había financiado con una serie de bonos que son los bonos carreteros, se titularizaron en esas carreteras y simplemente después del segundo o tercer trimestre de crisis, era inviable pagar, las tasas de interés se fueron a las nubes y el financiamiento carretero se hizo totalmente inmanejable.

¿Qué sucedió entonces? ¿Cuál es el costo? Hasta ahora a México le ha costado US\$60.000 millones, equivalente al 14% del PIB, de los cuales 3%, US\$12.000 millones han sido apoyos directos a deudores, US\$34.000 mi-

Ilones han sido intervenciones directas y saneamientos de bancos inviables. Compra de cartera dos por US\$10.000 millones y los créditos carreteros, US\$2.000 millones (cuadro 10).

Cuadro 10
Costo fiscal de los apoyos

	Porcentaje del PIB	Millones de dólares
Apoyo a deudores	3,0	12.480
Intervención y saneamiento	8,3	34.564
Compras de cartera	2,6	10.876
Créditos carreteros	0,5	2.080

Fuente: Analítica en Riesgo Financiero, S.C.

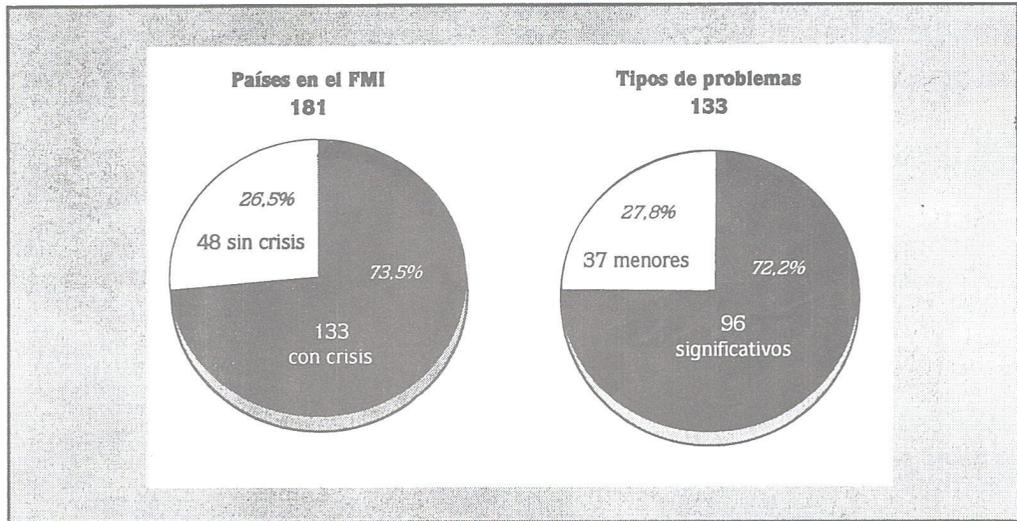
¿Qué estamos haciendo para evitar futuras crisis? Esa es la parte más interesante. Esto lo dividiría en varios puntos:

1. Prácticas de mercado
2. Cambios regulatorios
3. El concepto de administración integral de riesgo
4. Mecanismo de protección de ahorro a los bancos

Hay que reconocer que la crisis no es algo exclusivo de México. Prácticamente de los 181 países miembros del Fondo Monetario en 133 de ellos se han presentado crisis financieras graves en los últimos quince años. Dentro de ellos, en 96 han sido significativas y en 48 se han presentado dos características: una crisis en el sector externo combinada con una crisis bancaria (*twin crisis*). Las dos crisis se retroalimentan mutuamente porque a veces, como pasó en otros países, para tratar de mantener las cuentas del sector externo se utiliza una tasa de interés muy alta que destruye todo el sistema crediticio.

En algunas ocasiones, como nos pasó a nosotros, fue una devaluación la que produjo el incremento en las tasas (gráfico 17).

Gráfico 17 Integración de instituciones financieras durante la posprivatización



El hecho es que los dos elementos se van retroalimentando mutuamente, es obvio que los tamaños de las crisis han sido muy distintos, pero en todas han estado presentes ciertas características. Son de tipo macroeconómico y sectorial a la banca, existe una asociación entre caída del PIB antes o durante la crisis: a mayor caída del producto, mayores pérdidas del sector privado.

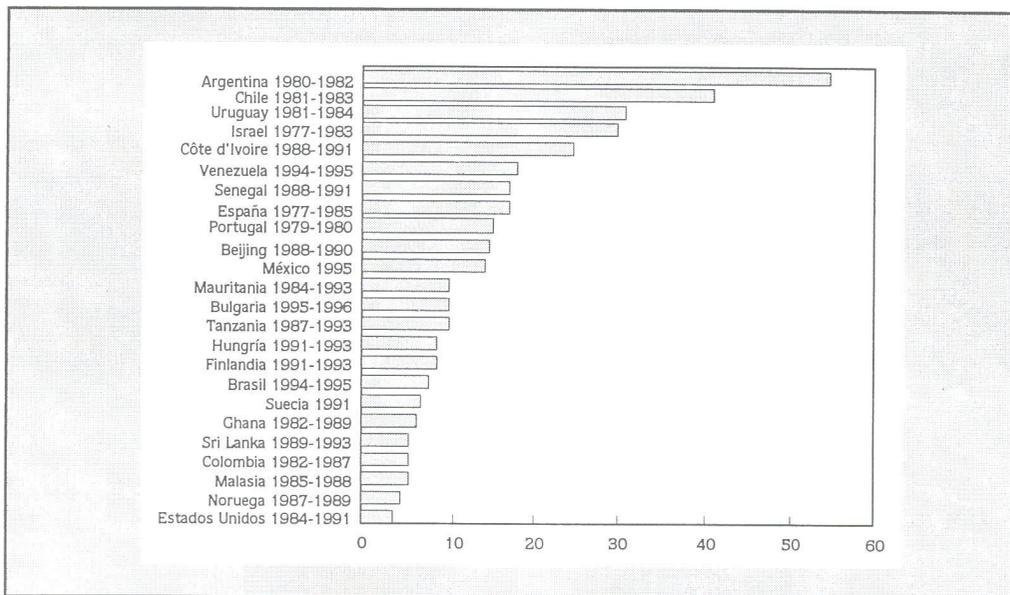
En todos los casos se da un alto déficit fiscal o un alto déficit en la cuenta corriente. En el caso de México fue un alto costo en la cuenta corriente. En todos los casos está presente un choque externo, en especial los mercados internacionales de capitales se contraen, invariablemente una tasa de interés va a llevar a problemas bancarios. De todos el sector que más pierde es el de bienes raíces y, finalmente, además de los problemas bancarios existe una serie de problemas muy puntuales de la banca, de mala administración, en fin, que florecen cuando se presentan los problemas. Obviamente se encubren siempre cuando estamos en bonanza.

¿Qué se hizo para evitar que esto vuelva a suceder? En lugar de ser protectores o de adoptar una política proteccionista aceleramos las prácticas del mercado.

La liberación total del tipo de cambio se ajusta como sea, pero hay un problema, que obviamente somos un país emergente y estaríamos sujetos a una serie de presiones por la volatilidad. ¿Qué hicimos? Algo muy sencillo, instrumentamos un sistema de subastas que entra en forma automática, cuando el tipo de cambio se mueve 2% para arriba inmediatamente el emisor saca de las reservas US\$150 millones y los vende al precio del mercado.

¿Qué pasó con la crisis de Brasil? ¿Qué le pasó a México en tipo de cambio? Nada. Claro, el primer día la tasa de cambio que está en 9,50, 9,70 se fue a 11, el Banco de México vendió algo así como US\$1.300 millones a los precios que la subasta fijara, desde luego son precios de mercado, a los tres días estaba totalmente estabilizado el 9,70 y el banco central ganó una suma considerable en tres días (gráfico 18).

Gráfico 18
Costo directo de las crisis bancarias
(porcentaje del PIB)



¿Cuál es la lección importante ahí? Que se adoptaron instrumentos de mercado para dar señales a la economía, se va a lograr el mismo resultado pero simplemente con instrumentos de mercado.

¿Qué otra medida adoptamos? Creamos lo más rápidamente posible los mercados de derivados y futuros con el objetivo de comerciar tipos de cambio, tasas de interés, todo se comercia, incluso se comercia en Chicago y en México. Este mecanismo da una certeza impresionante en el largo plazo. Finalmente, nos fuimos hacia una integración del mercado de capitales.

En la parte regulatoria se cambiaron muchas cosas. El principal cambio fue que nuestra Comisión Bancaria, que es el equivalente a la Superintendencia Bancaria, se orientaba a tener sistemas de monitoreo vía auditoría; aquí cambiamos las reglas del juego, adoptamos medidas de carácter prudencial, fuimos proactivos, nos adelantamos a todos los estándares mundiales y reorganizamos las instancias regulatorias, la Comisión Bancaria es totalmente independiente de cualquier instancia de gobierno y sus miembros se eligen como se elige el banco central aquí en Colombia, por un período determinado que va cambiando en forma mutua.

Por ejemplo, en las reformas regulatorias, en dos años adoptamos los mismos estándares de la Oede de todos los países industrializados en el manejo de la banca y en la parte de la administración integral adoptamos los estándares no sólo del Acuerdo de Basilea, sino de la Oede y también del mercado del Comité de Fondos. Además es de carácter regulatorio y obligatorio.

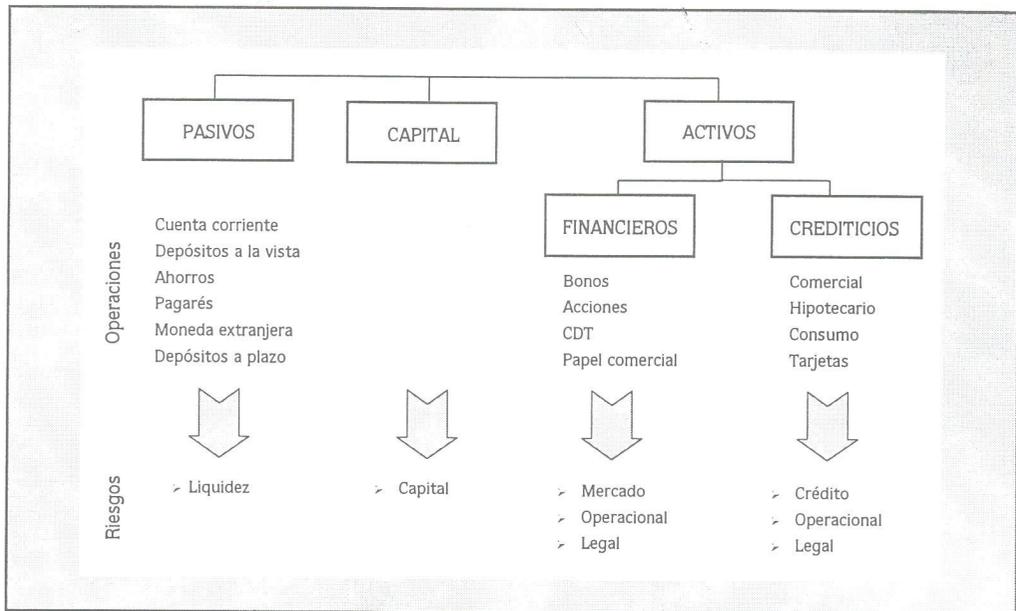
Otra característica muy importante es que se acordó que estas modificaciones no sólo eran válidas para el banco sino que también lo eran para los fondos de pensiones, para las casas de bolsa o las fiduciarias, para las compañías de seguros y para otros intermediarios financieros no bancarios, como arrendadoras, empresas de factoraje, etc., todo el sector financiero está homologado. ¿Qué significa estar homologado?

1. Todos tienen una organización de administración integral de riesgo, con un comité de administración de riesgo que informa a la junta de accionistas y es corresponsable con la junta del riesgo.
2. Se crea una unidad de administración que le informa al presidente del consejo.
3. Se diseña toda una serie de sistemas de información.

4. Hay manuales de políticas y procedimientos de riesgo en toda la organización y corresponsables los operadores de ese riesgo.
5. Se establecen funciones de auditoría y contraloría.

Una gran medida fue, que si íbamos a controlar, lo primero que teníamos que hacer era que las propias comisiones adoptaran esas medidas. La Comisión Nacional Bancaria, la Comisión Nacional de Seguros, la de Fondos de Pensiones y la de Casas de Bolsa, todas utilizan las metodologías de valor en riesgo, de crédito, de liquidez y de riesgo operacional y transaccional (gráfico 19).

Gráfico 19
Riesgo en la banca

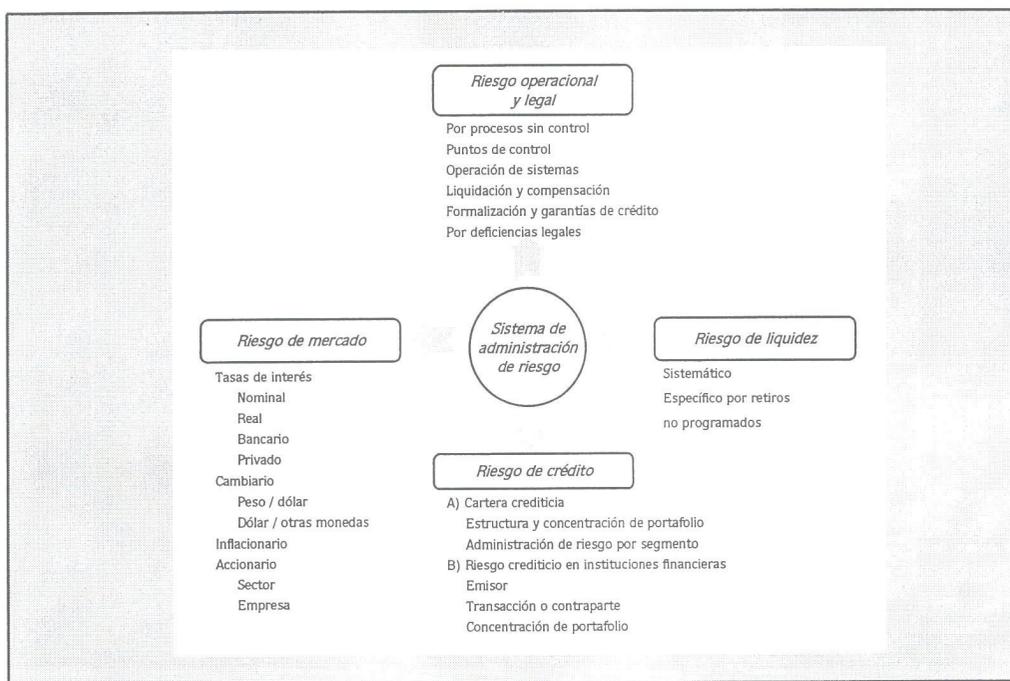


¿En qué radican esas diferencias?

1. El concepto es que el riesgo del mercado, ya sea tasas de interés de todo tipo, (cambiario, inflacionario y accionario), tiene que ser una práctica rutinaria, hay que estar informando y monitoreando a través de enlaces electrónicos entre las instituciones y las comisiones.

2. Riesgo de crédito, entendido como el riesgo de crédito propiamente de los créditos otorgados y el riesgo de crédito de los emisores o de las contrapartes de instrumentos financieros, esto es, la colocación de un pagaré.
3. El riesgo de liquidez, el riesgo operacional y transaccional a través de un sistema integrado de monitoreo de riesgo. Recuerden que esto es de carácter obligatorio y hay responsabilidades penales a los funcionarios si no lo cumplen y los accionistas son corresponsables de dicha medida. Son exactamente las mismas reglas que utiliza Europa en la Comisión de la Oede y, en algunos casos, en Estados Unidos (gráfico 20).

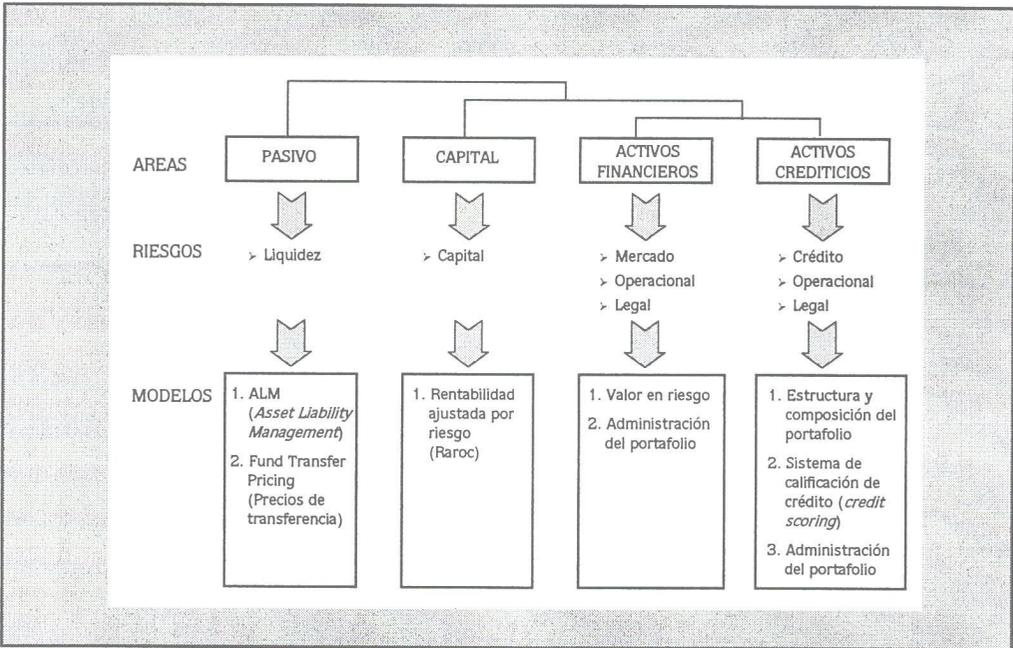
Gráfico 20
Tipos de aplicaciones riesgo en la banca



A partir de esto se da paso a lo que ustedes conocen en los mercados para activos financieros: todo lo que es valor en riesgo, en el caso de la crisis mexicana esto no fue relevante, tal vez en Brasil sí, instrumentos para el

manejo de activos crediticios, como análisis dinámico de portafolios, esto fue el motivo fundamental, la parte de liquidez (*liability management*) y, sobre todo, lo que son precios internos de transferencia, porque uno de los problemas más graves de aquí no es el pasivo, sino la desalineación que se tiene de los precios relativos entre la estructura de fondeo y la estructura de colocación. En activos financieros no hay problema, pero en crédito hay unos desbalances impactantes. Finalmente, las metodologías de riesgo ajustado por riesgo, rentabilidad ajustada por riesgo, que miden el esquema global (gráfico 21).

Gráfico 21
Modelos para enfrentar el riesgo en la banca

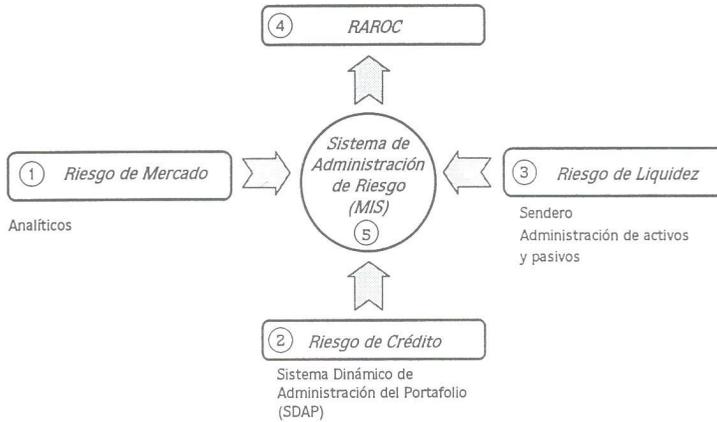


Se crean dos instancias adicionales: el Fobaproa y se da paso a un instituto de protección al ahorro bancario. La diferencia es que este instituto le informa al Congreso, no al ministro de Hacienda, además tiene financiamiento independiente. Se crea también un tribunal de protección al usuario de crédito y a todos los usuarios de la banca. Este tribunal no depende de las autoridades monetarias, sino del Congreso de la Unión (gráfico 22).

Gráfico 22

Aplicaciones riesgo en la banca

La propuesta contempla desarrollar tres sistemas para manejar los riesgos de liquidez, así como contar con un sistema de información gerencial que permita integrar los sistemas de riesgo y que atienda los requerimientos regulatorios y los del consejo de administración.



IMPUESTOS A LAS TRANSACCIONES
MONETARIAS, ALTERACIONES
A LOS MERCADOS

Martha Lucía Moreno*
*Presidenta del Comité de Tesorería
de Moneda Extranjera de Asobancaria*

* Administradora de empresas de la Universidad Javeriana, especializada en finanzas en la Universidad de los Andes. Ha desarrollado su carrera como asistente de tesorería, gerente de mesa de cambios y gerente de derivados del Banco de Bogotá.

Impacto del presupuesto en el mercado interbancario y posibles salidas

La decisión de la Corte Constitucional ha obstaculizado la evolución y profundización de los mercados monetario y cambiario en Colombia.

Después de la aplicación del impuesto se han visto en los mercados grandes distorsiones que han generado una segmentación del mercado, la creación de diversidad de precios, que no son el fiel reflejo de la oferta y la demanda. Por esta razón quisimos, para el cierre de este congreso, tratar el tema.

Vamos a presentar:

- Antecedentes
- Efectos observados y predecibles en los mercados
- Algunas alternativas de solución, que se han trabajado en los comités técnicos de la Asobancaria.

Durante la última década el mercado financiero colombiano ha experimentado grandes transformaciones, destacándose los desarrollos institucionales tendientes a cubrir eficientemente las necesidades generadas en una economía que debía adaptarse a un proceso de globalización.

La creación de un ambiente regulatorio propicio para la incursión en nuevos mercados y productos, la apertura a la inversión extranjera y la presencia de nuevos competidores y agentes profesionalizaron la actividad financiera generando liquidez en los mercados.

En consecuencia, todos esos cambios experimentados en el sector permitían a inversionistas, tesoreros de entidades financieras, empresas y demás agentes del mercado contar cada día con un mayor número de productos diseñados para el manejo del crédito, la inversión, pagos, realización de operaciones de comercio exterior y cubrimiento de riesgos.

La última decisión de la Corte, en lo relativo a la extensión de la contribución del dos por mil a las transacciones interbancarias, se ha constituido en un hecho que obstaculiza el proceso de creación, evolución y profundización de los mercados monetario y cambiario en Colombia, dificultando la función del sistema financiero como intermediario de recursos entre los agentes económicos.

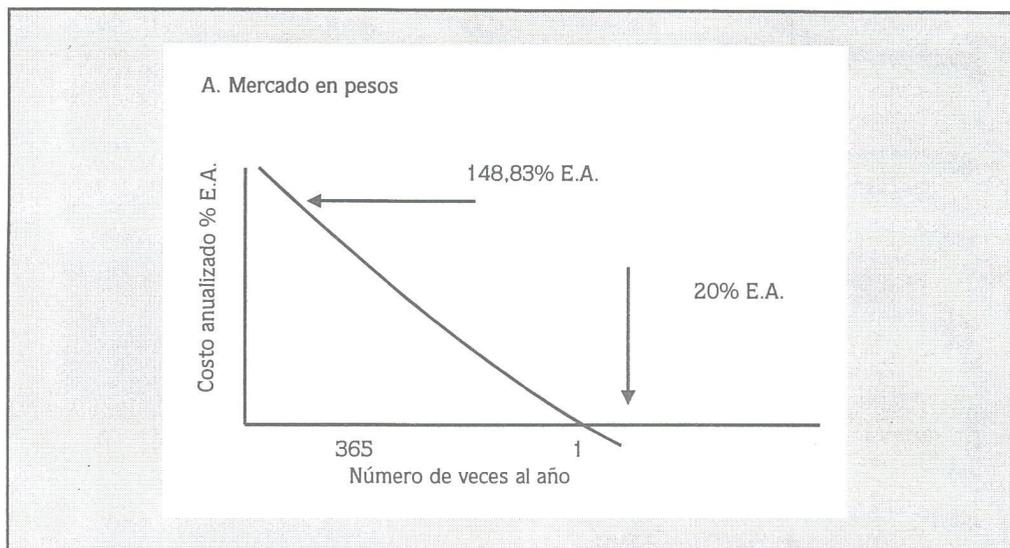
Debido a la aplicación del nuevo tributo se ha evidenciado la introducción de una serie de distorsiones en los mercados generando, como ya se dijo, la segmentación de los mismos, la creación de una diversidad de precios que no son fiel reflejo de la oferta y la demanda, ni de las expectativas de evolución futura de los mismos.

Estos mayores costos operacionales se traducen en ineficiencias que restan liquidez, incrementan la volatilidad y atentan contra la transparencia y estabilidad de los mercados.

El impacto del impuesto se pone de manifiesto cuando observamos el comportamiento de los diferentes mercados en los últimos meses. En el mercado monetario las transacciones interbancarias se han reducido, debido al encarecimiento de los fondos prestables cuyo costo se eleva desde niveles de un 20% efectivo, hasta un 148,83% efectivo, para operaciones a un día (gráfico 1).

Un incremento de esta naturaleza se ha convertido en una situación inmanejable para las tesorerías, más si tenemos en cuenta la concentración del mercado financiero colombiano en el corto plazo.

Gráfico 1 Costo del dos por mil en términos de una tasa efectiva anual



Fuente: Cálculos Asobancaria.

Es así como las operaciones interbancarias y repos han descendido un 77%. Si se toman los niveles promedio observados en enero, que eran aproximadamente de \$287 mil millones para transarse a finales de marzo unos \$80 mil millones. Hay que anotar que incluso antes de la declaratoria de la emergencia económica se venían transando en el mercado volúmenes superiores a los \$400 mil millones (gráfico 2).

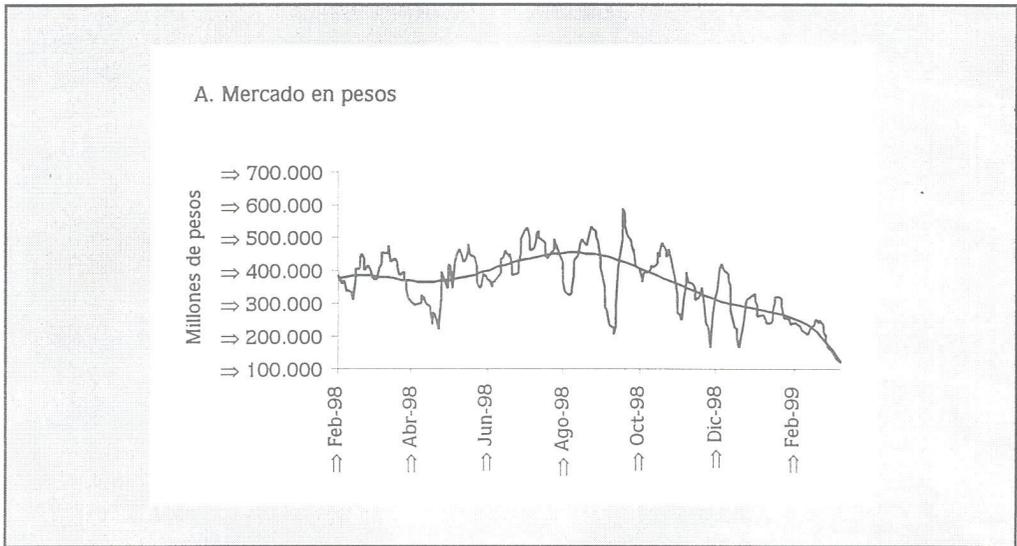
Como consecuencia de lo anterior el mercado ha tendido a centralizar sus operaciones en el Banco de la República perdiéndose, por tanto, la función distributiva de recursos que deben cumplir las entidades financieras.

En el gráfico 3 se muestra la evolución de las operaciones de expansión y contracción monetaria a un día. El mercado de deuda pública, que se encuentra en una de sus fases iniciales, también ha perdido gran dinamismo a causa del incremento en los costos transaccionales inducidos por el impuesto.

En este nuevo escenario se dificultan los compromisos de los creadores y aspirantes a creadores de mercado, se presentan sesgos que restan competitividad y transparencia al mercado y prácticamente desaparecen los márgenes.

Gráfico 2

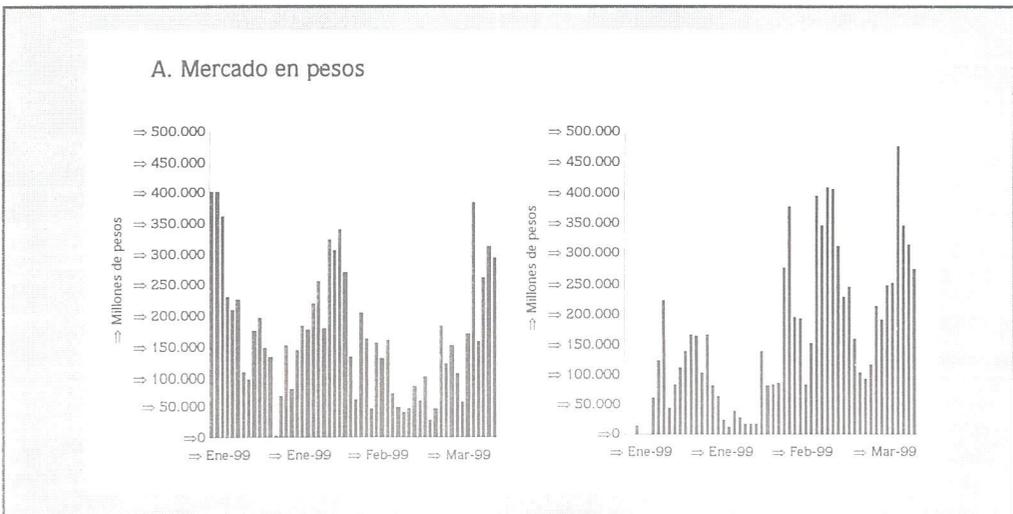
Transacciones interbancarias y repos Registros mercado OTC



Fuente: Superintendencia de Valores.

Gráfico 3

Operaciones de expansión y contracción a un día



Fuente: Banco de la República.

nes de intermediación, tal y como se puede observar en el ejemplo que hay a continuación, que es simplemente la muestra del efecto que se da en la compraventa de un título de deuda pública con diez puntos básicos; en un papel a un año, en el primer escenario, antes de la contribución, un papel que se compraba al 23,50% y se vendía al 23,40%, únicamente con diez puntos básicos de intermediación, se obtenía una utilidad de más o menos \$693 mil; margen que se reduce de manera significativa con la contribución inicial del 1,2 por 10 mil, pero que prácticamente desaparece al imputar el impuesto del dos por mil (cuadro 1).

Cuadro 1
Intermediación con diez puntos básicos

	1 año	2 años	3 años
Antes de la contribución	693.006	1.404.192	1.980.040
1,2 por 10.000	556.025	1.278.165	1.855.747
2 por 1.000	-1.423.340	696.249	91.517

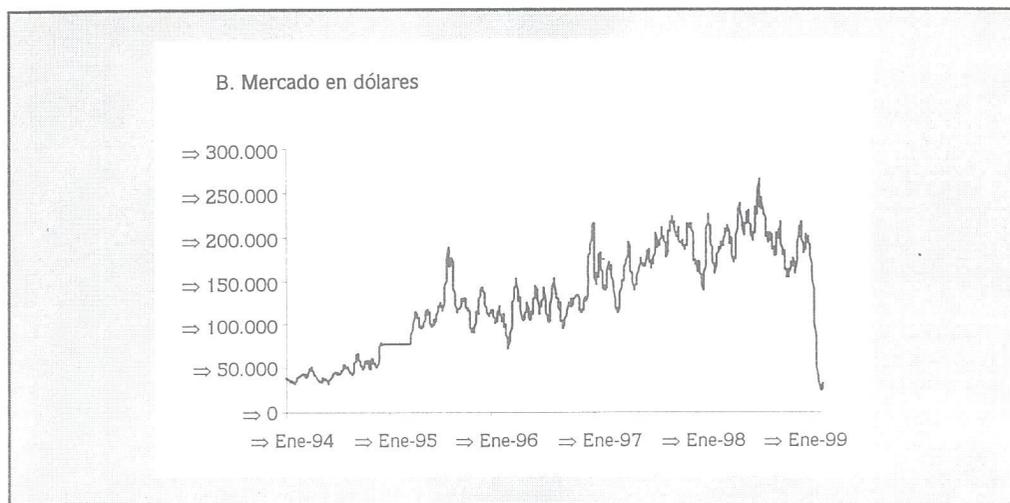
Este hecho va en contra de las necesidades del mercado colombiano que requiere un mercado de deuda pública desarrollado el cual, por sus características de ausencia de riesgo, profundidad y liquidez, es un referente obligado para análisis, evaluación y toma de decisiones financieras.

En el frente cambiario, durante la primera etapa de aplicación del decreto, los volúmenes transados en el mercado interbancario presentaron un descenso que se agudiza con la entrada en vigencia de la extensión del dos por mil sobre las operaciones entre entidades financieras, lo que ha ocasionado una reducción del mercado en cerca de un 70%.

Como se ve en el gráfico 4, los niveles actuales de transacción han alcanzado los que se transaban en 1994, año en el cual este mercado se encontraba en una etapa muy incipiente. Aunque en los últimos días se había logrado dinamizar algo este mercado a datos de hoy se transaron US\$48 millones. Se ha retrocedido, pues, a los volúmenes que se negociaban en 1994.

Gráfico 4

Volumen de operaciones del mercado cambiario



Fuente: Citinfo.

El costo adicional del impuesto ha llegado a constituirse más o menos en \$3,20. Para US\$1 millón, que se compran a \$1.565, una vez aplicada la tarifa de la contribución se ve cómo la TRM efectiva que termina pagándose por ese US\$1 millón es \$3,13 más. Este costo adicional se refleja en la ampliación del margen entre compra y venta, lo cual ha generado señales equívocas en los mercados y ha limitado la transparencia y la facilidad del acceso de todos los agentes al mercado cambiario (cuadro 2).

Cuadro 2

Mercado en dólares

Monto comprado	US\$1.000.000
TRM	\$1.565
Valor en pesos	\$1.565.000.000
Impuesto 0,002	\$3.130.000
Impuesto 0,0001	\$187.800
Total por pagar	
Impuesto 0,00012	\$1.565.187.800
Impuesto 0,002	\$1.568.130.000
TRM efectiva	\$1.568,13
Diferencia de TRM	\$3,12

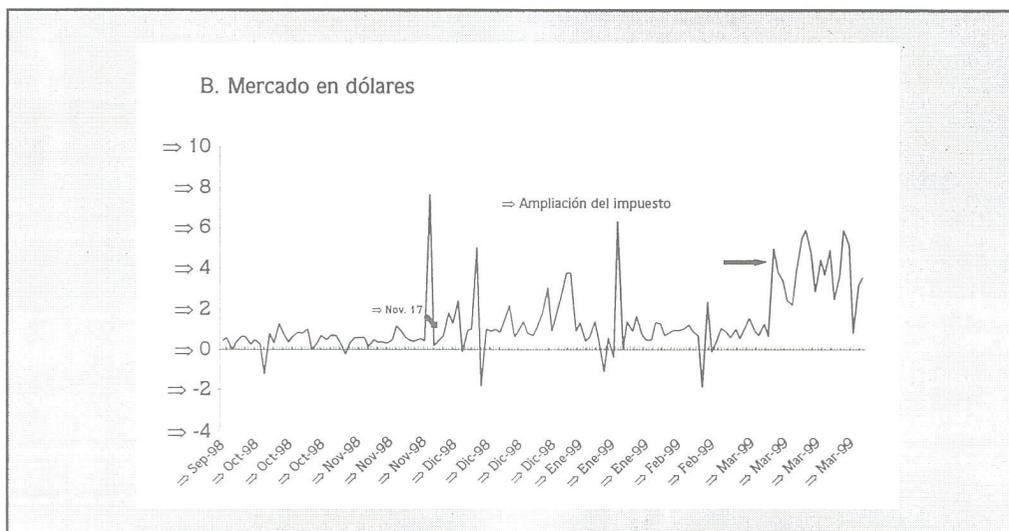
En el gráfico 5 se observa cómo el margen de intermediación se amplió en la primera etapa de aplicación del impuesto y es claro cómo a partir de marzo se incrementa mucho más, con la extensión del impuesto del dos por mil para estas operaciones.

También se puede ver cómo el incremento en la volatilidad de la tasa de cambio ha evolucionado de una manera drástica. Esto está un poco en contraposición con una opinión según la cual la aplicación de un impuesto a las transacciones del mercado interbancario de divisas podría frenar en algo la «especulación» y, por tanto, reducir la volatilidad del mercado.

Como se ve en el gráfico, lo que se ha observado a partir de la introducción del impuesto es un gran aumento en los índices de volatilidad de la tasa de cambio, haciendo las condiciones de operación mucho más riesgosas. Además, esa volatilidad cambiaria podría trasladarse a las condiciones monetarias y, por esta vía, a las tasas de interés.

Con la dinámica y las transformaciones del mercado financiero colombiano también había surgido la necesidad de realizar un manejo eficiente de los riesgos que enfrentan los agentes económicos. Con la intención de gestio-

Gráfico 5
Márgenes de compra y venta



nar estos riesgos se venía desarrollando una serie de mecanismos y herramientas de cobertura. El mercado de derivados en Colombia, aunque en una etapa muy incipiente de desarrollo, se mostró sumamente activo en los últimos meses, con una participación cada vez mayor del sector real; no obstante, con la pérdida de liquidez de los mercados al contado se puede prever una limitación de acceso a los instrumentos para manejar las exposiciones a las fluctuaciones de variables económicas, obstaculizando, por tanto, la transferencia de riesgos a través del sistema global.

Los agentes económicos se sienten más inclinados a participar en mercados que garanticen profundidad, liquidez e instrumentos de cobertura de riesgos y, a su vez, el incremento de la liquidez en los mercados y unas condiciones de mayor flexibilidad para inversionistas, tienden a reducir los costos de transacción y a incrementar la eficiencia de los mercados.

Resulta clara la necesidad de adoptar mecanismos tendientes a recuperar el dinamismo de los mercados e incluso a evitar la desaparición de algunos de los productos financieros. Las posibles salidas ante esta compleja situación, que se está analizando en los comités técnicos de la Asobancaria, comprenden aspectos tales como:

1. La eliminación del estado de emergencia económica y las disposiciones adoptadas al amparo del mismo.
2. La eliminación, a través de una ley del Congreso, del impuesto a las transacciones interbancarias.
3. El alcance de la exención para los depósitos centrales de valores y las operaciones que se realicen a través de ellos, independientemente del medio del pago utilizado. En este aspecto hay que decir que ya está en circulación la reglamentación conjunta de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, justamente aclarando esta exención.
4. La posibilidad de crear un fondo para la realización del préstamo de valores. La idea es extender las operaciones de préstamos de valores para fondos comunes, ordinarios, especiales y fondos de cesantías y pensiones, quienes poseen entre sus portafolios una cantidad conside-

rable de TES, títulos necesarios para realizar operaciones repo con el Banco de la República, las cuales están exentas del dos por mil.

5. La posibilidad de crear un depósito centralizado de valores para las operaciones de divisas. Sobre este tema ha sido muy interesante escuchar esta mañana la intervención de Fernando Copete, del Banco de la República.
6. Implementar un sistema de neteo de pagos. Para esto se están analizando varios aspectos que incluyen: la selección de una sociedad fiduciaria neutral, que sería el agente que haría las operaciones de neteo y, además, es necesario contar con una reglamentación clara y estricta.

Estos son algunos aspectos muy concretos que queríamos revisar sobre el tema. Esperamos que sirvan como abre boca para las dos conferencias que vamos a escuchar a continuación.

IMPACTO ECONÓMICO
Y FINANCIERO DEL IMPUESTO
A LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS

Javier Fernández Riva*
*Presidente de Javier Fernández
Riva y Asociados*

* Fue presidente de Anif y de Prospectiva Ltda., asesor de la junta monetaria, secretario general del Fondo Latinoamericano de Reservas, viceministro de Hacienda, subdirector del Departamento Nacional de Planeación. Igualmente, ha escrito varios libros y artículos sobre análisis de política económica en las principales revistas colombianas.

Hace un mes uno de los temas más interesantes y con mayores implicaciones para las tesorerías era si el impuesto del dos por mil iba a frenar o no la baja de las tasas de interés.

En mi opinión, lo que se señaló hace un tiempo sobre ese punto estaba equivocado, puesto que ya sabemos que las tasas se desplomaron, y que lo que se dijo sobre que el impuesto del dos por mil en general, o por lo menos su extensión a transacciones interbancarias, iba a frustrar la baja de las tasas de interés, tenía algo de falso.

El impuesto y las tasas

Las tasas han seguido cayendo, y para la próxima semana se espera que lleguen al 22,5%; por eso pienso que quienes afirmaron que el impuesto elevaría las tasas simplemente pasaron por alto elementos básicos del mercado.

En mi opinión las diferentes posiciones sobre la materia estaban politizadas, en el sentido de que en ciertos casos se pretendía crear pánico en relación con los efectos del dos por mil. Cuando exista una intención política en el diagnóstico de la situación económica, el riesgo de equivocarse es mucho mayor que si se intenta ser objetivo. Ahora bien, la extensión del impuesto al mercado interbancario acabó con él, como acabaría con cualquier otro

mercado en el que se le impusiera al bien o servicio un gravamen del 400%. Por fortuna ese problema se resolverá prontamente mediante la única vía razonable: eliminando ese impuesto por medio de una norma incluida en el plan de desarrollo.

Productividad, eficiencia y efectos distributivos

No hay impuestos perfectos. Unos son muy productivos fiscalmente, pero pueden resultar ineficaces; otros pueden causar distorsiones en la asignación de los recursos, o tener efectos distributivos indeseables. Lo único sensato es que la estructura general de impuestos y gastos sea la más adecuada. Cuando dictaba política tributaria, hace bastante tiempo ya, pensaba que uno podía diseñar impuestos y evaluar cada uno como si pudiera ser eficiente, distributivo y productivo; sin embargo, eso es una ilusión; puede haber gravámenes regresivos y compensarlos con otros muy productivos, pero esto causa alguna distorsión.

Por ejemplo, el impuesto a las cervezas no es equitativo, pero sí es productivo y muy eficiente. Por su parte el impuesto a la renta de las personas, aplicado a todo el mundo, perdería productividad porque el costo administrativo sería mayor que el recaudo. Con ese enfoque pragmático debemos mirar el dos por mil.

Productividad y eficiencia

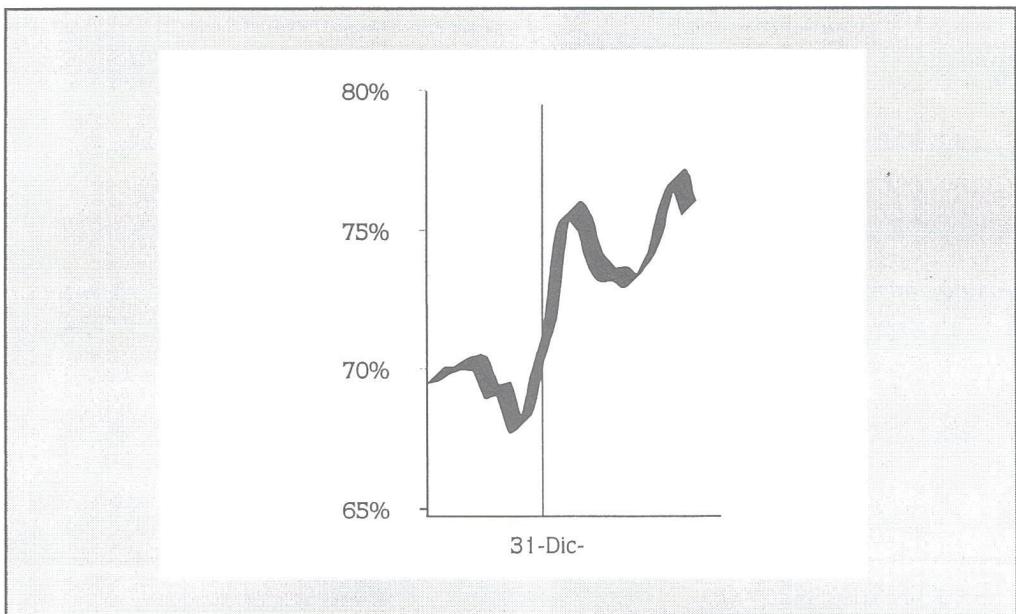
Poco después de haberse establecido este gravamen se dijo que produciría \$8 billones en un año, pero en realidad puede generar \$1,2 billones, aproximadamente la quinta parte del impuesto a la renta.

En cuanto a la eficiencia o no de esta tasa vale la pena traer a colación un concepto del padre de la economía, Adam Smith, quien al opinar sobre un asunto parecido, hace más de 200 años, dijo que los impuestos a las transacciones son ineficientes porque cuando alguien vende algo es porque cree que puede darle al dinero mejor uso que al artículo que poseía, y viceversa; por tanto, estorbar con el flujo o con las transacciones atenta contra la riqueza de las naciones.

Tal vez Smith no pensaba en las teorías sino en los impuestos al papel timbre y al papel sellado, y otras cosas que había en su época, pero la verdad es que es un error fatal creer que el producto de una nación depende sólo de cuestiones físicas; precisamente las tesorerías, al facilitar los flujos y las transacciones de dinero, contribuyen bastante a la riqueza de las naciones. A fin de cuentas el impuesto es ineficiente, pero aún se ignora en qué proporción.

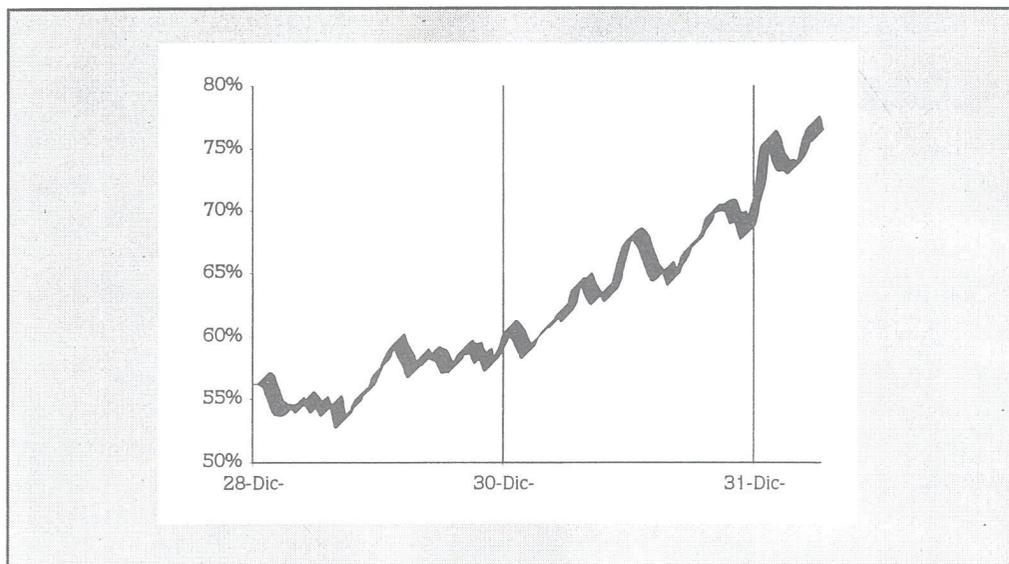
En alguna parte leí que el impuesto había estimulado el uso de efectivo y hay una supuesta demostración de esto (gráfico 1). Desde cuando se creó este gravamen, la relación entre efectivo y cuentas corrientes ha aumentado, y parece que sí se hubiera inducido un mayor uso de efectivo que no sería eficiente; sin embargo, la verdad de todo esto es que las cuentas corrientes tienen su propia dinámica negativa desde hace rato, y que resulta un poco forzado atribuir el aumento de la relación efectivo/cuentas corrientes al dos por mil (gráfico 2).

Gráfico 1
Efectivo/cuentas corrientes



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2 Efectivo/cuentas corrientes



Fuente: Banco de la República.

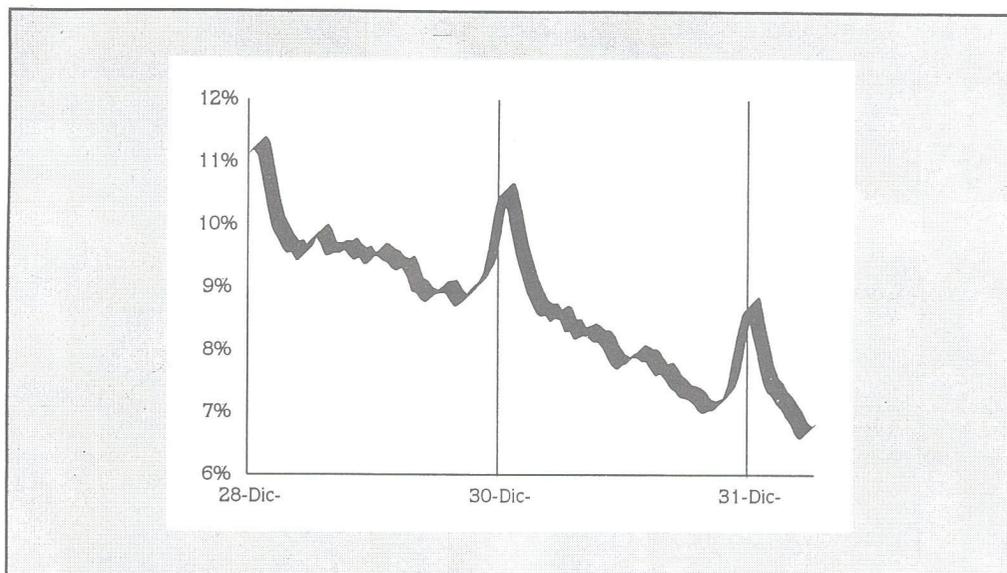
No es que haya aumentado la preferencia por efectivo, sino que sencillamente las cuentas corrientes vienen bajando desde hace rato (gráfico 3). Además, la relación de efectivo a total del portafolio de la riqueza financiera prácticamente no se ha incrementado como resultado del impuesto.

El concepto de eficiencia en economía tiene un significado muy preciso, y se mide así: cuando se crea un impuesto y se desplaza la curva de oferta, se pierde el excedente del consumidor. Es decir, básicamente la pérdida de eficiencia por un impuesto indirecto depende de la elasticidad de la demanda.

Existen dos motivos que me hacen pensar que la demanda es poco elástica.

El primero es que en las transacciones que se hacen en los cajeros automáticos se cobra \$600 –si es en red propia– o \$1.350 –si es en red ajena– sobre operaciones frecuentemente menores de \$50.000 que pueden representar entre \$3 y \$30 por mil por transacción; con todo, la gente no protesta ante ese impuesto que es muy superior.

Gráfico 3 Cuentas corrientes/portafolio financiero



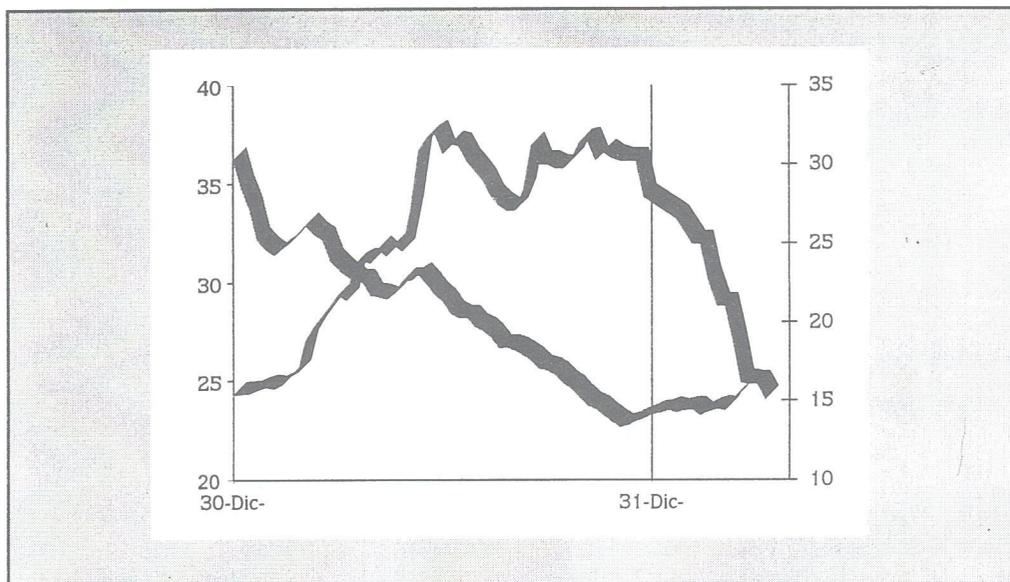
Fuente: Banco de la República.

El segundo motivo es que toda la evidencia en Colombia muestra que el ahorro financiero es totalmente insensible a las tasas de interés. Por ejemplo, cuando la tasa real aumentó quince puntos el ahorro siguió cayendo, por lo que no puede pensarse que este es sensible al precio; entonces, dejando el mercado interbancario de lado, no se justificará decir que el impuesto es «monstruosamente ineficiente» (gráfico 4).

Ahora, en cuanto a la distribución, hay que definir sobre quién recae el impuesto, pues el problema de incidencia de un gravamen siempre es muy complejo; quizás el mejor ejemplo de ello es el peaje. El transportador paga el peaje, pero el consumidor final será el damnificado porque este valor se cargará a los precios de los alimentos, el campesino también porque le bajarán sus precios, e incluso el intermediario, quien tendrá que aceptar el impuesto, en detrimento de su margen de ganancia.

A primera vista esto parece complicado, pero hay ciertos principios de la incidencia tributaria según los cuales el que tenga la curva de oferta más inelástica es el que acaba pagando la mayor parte del impuesto.

Gráfico 4
Crecimiento del ahorro financiero y DTF



Fuente: Banco de la República.

En el caso particular de las cuentas corrientes, evidentemente se le carga al depositante, y como ni siquiera se le pagan intereses, no se plantea la cuestión del traslado: lo paga el cuentacorrentista.

En lo referente a las cuentas de ahorro el impuesto también se cobra por la derecha, y como la demanda es absolutamente inelástica al precio el depositante termina pagando el gravamen. La gran discusión es sobre los CDT, pues como no hay un costo explícito queda abierta la discusión sobre si bajan o no las tasas de interés para el depositante como resultado del impuesto. Mi impresión es que en la actual coyuntura de recesión no es posible trasladar el impuesto al prestatario y tampoco al depositante; creo que en efecto esa parte recae sobre empresas financieras en el corto plazo y sobre la banca en el largo plazo, porque hay que mantener utilidades por lo menos normales. En este caso, el impuesto se traslada como cualquier otro costo.

Mi conclusión es que la distribución del dos por mil es neutral, se paga en proporción a los activos financieros manejados, sin embargo, esa es la distribución teórica; la efectiva es probablemente mucho más equitativa que la

mayoría de los demás impuestos por la sencilla razón de que este es un impuesto que no se puede evadir y por tanto tiene un elemento distributivo muy importante. En la práctica, por esa razón, es más equitativo que el impuesto a la renta.

En este orden de ideas, pienso que no se justifica satanizar el dos por mil, ya que ese impuesto puede desempeñar un papel interesante como complemento y sustituto de otros impuestos. A continuación les expongo mi idea de la sustitución.

Cada punto porcentual del impuesto a la renta produce \$190.000 millones por año, cada uno por mil del impuesto a las transacciones genera \$600.000 millones anuales. Entonces, si se deja el dos por mil como un tributo permanente, a cambio de bajar el impuesto a la renta al 30%, la economía ganaría en equidad, en eficiencia y no tendría ningún sacrificio fiscal, pues un gravamen a la renta alto implica un desestímulo muy grande para la actividad económica.

Recomendaciones finales

En resumen, creo que hay que eliminar el impuesto al mercado interbancario y, obviamente, no aumenta la tarifa, puesto que si se eleva demasiado el impuesto todas las conclusiones se alteran, los costos de transacciones son diferentes, así como los costos de ineficiencia; finalmente, pienso que es conveniente dejar permanente el dos por mil, a cambio de bajar en cinco puntos el impuesto a la renta. Tengo la esperanza de que esto suscite alguna polémica.

EL IMPUESTO A LAS TRANSACCIONES
FINANCIERAS Y SU INCIDENCIA
EN LOS MERCADOS
MONETARIO Y CAMBIARIO

Gerardo Hernández Correa*
*Secretario de la junta directiva
del Banco de la República*

* Las opiniones expresadas en este trabajo son responsabilidad exclusiva del autor y su contenido no compromete al Banco de la República ni a su junta directiva.

En este documento se pretende analizar la forma como el impuesto a las transacciones financieras viene incidiendo en los mercados monetario y cambiario, producido el fallo de la Corte Constitucional que elevó la tarifa aplicable a las operaciones del mercado interbancario y a la compra y venta de divisas a través de las cuentas de depósito en el Banco de la República. El documento está compuesto por tres partes. Una primera que hace un recuento de la emergencia económica de 1998 y un análisis de las sentencias de la Corte Constitucional. Una segunda, en la que se miran los efectos de la sentencia en los mercados monetario y cambiario y para la intervención del banco central. Finalmente, una última parte en la cual se analiza la propuesta, hoy en día en discusión en el Congreso, de extender el impuesto a las transacciones financieras para el año 2000.

La emergencia económica de 1998 y los fallos de la Corte Constitucional

El Decreto 2330 de emergencia económica

El 16 de noviembre de 1998 el gobierno nacional, mediante el Decreto 2330, declaró el estado de emergencia económica y social. La emergencia se justificó, fundamentalmente, por el importante deterioro que venía presentando el sistema financiero a esa fecha, el agravamiento de la crisis financiera internacional, la situación del sector cooperativo y de los deudo-

res de upac. A través del Decreto 2331 de la misma fecha, se tomaron las medidas extraordinarias tendientes a mantener la confianza del público en el sistema financiero y a dotar al ejecutivo de herramientas suficientes para enfrentar la situación.

Cinco grandes capítulos constituyen la emergencia económica y social de 1998.

Uno primero relacionado con el sector cooperativo, en el que se buscaba proteger a ahorradores y depositantes afectados por las obligatorias intervenciones y liquidaciones de las entidades cooperativas financieras y de ahorro y crédito. Cabe recordar que hasta la expedición de la Ley 454 de 1998 no existía un mecanismo de seguro de depósitos para este sector, amén de la enorme debilidad institucional de las entidades estatales encargadas de su vigilancia¹.

Un segundo gran capítulo se refirió a los deudores hipotecarios afectados por el deterioro de la situación económica, la disminución de los precios de los activos y las altas tasas de interés que tuviera que adoptar el Banco de la República para asegurar la estabilidad cambiaria del país. En este campo se diseñaron alivios para aquellos deudores que se hallaban al día en el pago de sus obligaciones y para los que, encontrándose en mora, ésta no superaba los tres meses. Igualmente, se creó una línea de crédito para las entidades financieras que hubieran recibido bienes en dación en pago.

En tercer lugar, se establecieron instrumentos para apoyar a las entidades del sector financiero; en particular, se instauró una línea de capitalización

1. Mediante la Ley 454 de 1998 se introdujeron importantes modificaciones al régimen cooperativo y de la economía solidaria. En primer lugar, se creó un marco jurídico para el Sistema de la Economía Solidaria, se reestructuró el Consejo Nacional de la Economía Solidaria (Cones), organismo que coordina y formula a nivel nacional las políticas y proyectos generales pertinentes al sistema de la economía solidaria, y se fundó el Fondo de Fomento de la Economía Solidaria.

Así mismo, se reestructuró el Departamento Administrativo Nacional de Cooperativas y se crearon la Superintendencia de la Economía Solidaria, con funciones similares a la Superintendencia Bancaria, el Fondo de Garantías para las Cooperativas Financieras y de Ahorro y Crédito.

En relación con la actividad financiera cooperativa, entre otras medidas, la Ley 454 atribuyó a las cooperativas financieras la condición de establecimientos de crédito. Para realizar las actividades propias de esta clase de cooperativas se requiere autorización de la Superintendencia Bancaria.

para el sector y se diseñó un mecanismo para permitir la movilización de los bienes recibidos en pago que a esa fecha llegaban a los \$1,5 billones. Infortunadamente, la Corte Constitucional en su fallo limitó estos instrumentos a la banca oficial, desconociendo la difícil situación del sistema financiero y creando una paradójica discriminación entre los depositantes y ahorradores de las bancas pública y privada. Aunque este no es el tema de esta presentación, considero más infortunado aún que la Corte no hubiera entendido que el establecimiento de mecanismos que permitan movilizar los activos improductivos es de gran trascendencia. Son muchos los ejemplos a nivel internacional que destacan la importancia de este tipo de herramientas, como es el caso de Suecia, que resulta particularmente interesante. Creo que esta es un área en la que se puede trabajar conjuntamente entre los reguladores y el sistema financiero.

Un quinto capítulo se relacionó con las funciones del Fogafin, permitiéndole a esa entidad realizar nuevas operaciones, entre otras, la posibilidad de adquirir activos de instituciones financieras inscritas y garantizar procesos de titularización.

Por último, se estableció temporalmente una contribución a las transacciones financieras de dos por mil y de 1,2 por diez mil en el caso de operaciones interbancarias y transacciones realizadas con recursos consignados en las cuentas de depósito en moneda legal y extranjera del Banco de la República. Debe destacarse la intención del gobierno nacional de no establecer exenciones al tributo y de manejar ciertas operaciones por la vía de una tarifa diferencial. Dado lo anterior, las operaciones interbancarias y de compra y venta de divisas, si bien tuvieron un sobre costo, no presentaron mayores trastornos.

El gobierno tuvo que expedir algunas normas reglamentarias para solucionar la situación de las transacciones realizadas a través de las bolsas de valores, puesto que en ocasiones una misma operación resultaba gravada varias veces. Lo mismo sucedía en el caso de establecimientos de crédito no bancarios que tenían que girar un cheque con cargo a los recursos de una cuenta de ahorro perteneciente a un cliente. Para estos propósitos se expidió el Decreto 2386 de 1998, recientemente declarado ajustado a derecho por el Consejo de Estado y al cual me referiré más adelante.

La emergencia fue bien recibida por la opinión pública. A nivel internacional se interpretó como un buen mensaje en la medida en que permitía a las autoridades anticiparse a los problemas generalizados del sector financiero. Con el paso del tiempo, el tema de discusión se centró en si se presentaba una situación sobreviniente y si el dos por mil era una contribución parafiscal o si se trataba de un gravamen, caso en el cual su imposición sería contraria a la Constitución.

Por su parte, los analistas económicos criticaron el impuesto por considerar que genera un tributo en cascada y puede llevar a fenómenos de desintermediación; sin embargo, debe reconocerse su facilidad de recaudo y la apremiante necesidad de recursos del Fogafin, que a la fecha de la emergencia había agotado los recursos disponibles.

Las sentencias de la Corte Constitucional

La Corte, en fallo del 1º de marzo de 1999, consideró constitucional la emergencia, si bien la circunscribió «en relación y en función de las personas y sectores materialmente afectados por las circunstancias críticas a que éste alude y que son exclusivamente los siguientes: los deudores individuales del sistema de financiación de vivienda upac; el sector de las organizaciones solidarias que desarrollan actividades financieras y de ahorro y crédito, se encuentren o no intervenidas o en liquidación; y las instituciones financieras de carácter público» (sentencia C-122/99. Magistrado ponente: Fabio Morón Díaz).

En el fallo, la Corte desestimó la situación de deterioro de los establecimientos de crédito privados con base en los siguientes argumentos:

- El agravamiento de la crisis financiera internacional, aunque incidió, no constituyó la causa determinante y específica de la reducción de flujos netos de capital externo.
- El deterioro de la calidad de la cartera del sistema financiero, aunque creciente, se mantiene dentro de los índices internacionales aceptables de riesgo.

- Los niveles de las tasas de interés podían corregirse con los instrumentos ordinarios de que dispone la autoridad monetaria.
- El sector financiero en su conjunto sigue siendo solvente, no obstante las dificultades de orden subsistémico.
- Algunos de los problemas del sector no tienen el carácter de sobrevinientes sino de tipo estructural.
- El gobierno nacional contaba con instrumentos de carácter ordinario para resolver el deterioro del sector financiero.

Son conocidas las reacciones que se produjeron frente al fallo, tanto en el sector académico como en el empresarial. Para quienes hemos dedicado buena parte de nuestra vida profesional a trabajar en el área del derecho económico y en temas relacionados con la economía, nos resulta muy claro que en ellos se presenta de manera permanente la historia del vaso medio lleno o medio vacío. No hay otra explicación de por qué en la discusión diaria se presentan posiciones igualmente respetables respecto de los posibles caminos que pueda tomar la política económica. Colombia se ha distinguido en el ámbito internacional precisamente porque estas discusiones se hacen a un alto nivel académico por personas preparadas durante largos años para analizar las distintas variables de la economía. Con el mayor respeto por la Corte Constitucional, creo que se ha equivocado, invocando la teoría del «nuevo derecho»², en tratar de remplazar a las autoridades constitucional y legalmente instituidas para ello. Sería entonces conveniente que se abriera paso la tesis de que la Corte sólo se limite al control formal de los decretos que declaran la emergencia, verificando la existencia de los presupuestos de hecho que dan lugar a dicha declaratoria. Posición que, por lo menos en dos pronunciamientos anteriores, sostuvo la misma Corte Constitucional³.

2 Un interesante análisis de este tema se encuentra en Jorge Humberto Botero, «Nueva Constitución: ¿nuevo derecho?», *Quaestiones 2 Juridicae*, Facultad de Ciencias Jurídicas, Pontificia Universidad Javeriana, junio de 1994.

3 Sobre este tema véase: «Control jurisdiccional sobre los decretos que declaran el estado de excepción», *Revista Andí*, N° 155, Vicepresidencia Jurídica de la Andi.

Allanado el camino de la emergencia, la Corte inició el estudio del Decreto Legislativo 2331 de 1998. Mediante sentencia C-136 señaló lo siguiente en relación con la contribución a las transacciones financieras:

- El gravamen a las transacciones financieras es un impuesto y no una contribución, dado que tiene alcance general y no contempla una retribución directa y mensurable a quien lo paga.
- El tributo del dos por mil no constituye una contribución parafiscal en la medida en que los sujetos pasivos del impuesto, si bien tienen una relación jurídica con las entidades financieras, no hacen parte de ellas ni del mismo sector financiero que, en últimas, se beneficia con el producido de los tributos.
- Es constitucional decretar impuestos con destinación específica cuando éstos se imponen haciendo uso de los estados de emergencia consagrados por la Carta Magna.
- Eliminó la tarifa diferencial para las operaciones interbancarias argumentando que atentaba contra principios de solidaridad, equidad y progresividad tributaria.
- Declaró exequibles las excepciones al impuesto incluidas en el Decreto Legislativo 2331 de 1998, aspecto que se desarrollará más adelante.

Adicionalmente, la sentencia de la Corte Constitucional declaró exequibles las siguientes excepciones al impuesto a las transacciones financieras:

- Las operaciones de reporto realizadas por Fogafin y el Banco de la República.

Al declarar exequible la norma, señaló la Corte:

«... las excepciones que se contemplan en el literal d) del artículo 29, es decir, las relativas a operaciones de reporto celebradas con el Banco de la República y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, tienen, como corresponde a su naturaleza, un carácter restrictivo que por tanto debe ceñirse única y exclusivamente al alcance que resulta de la literalidad del

precepto. En lo que no sea estricta y específicamente operaciones de reporte no puede darse la excepción, ya que resultaría burlada la regla legal que consagra el impuesto y que se declara exequible. En otros términos, el Banco de la República no tiene autorización legal, según el precepto que se estudia, para abrir las puertas hacia la evasión del tributo, facilitando que operaciones como las enunciadas en el aludido literal se lleven todas a cabo por su conducto. Acudir a ese mecanismo tendría que llevar, de acuerdo con la ley, a la responsabilidad y sanción de los servidores públicos que lo propiciaran o admitieran».

Cabe señalar que la advertencia que hace la Corte no tiene relación con el desarrollo normal de las funciones que el Banco de la República tiene como banco central. Si, como viene sucediendo ante el mayor impuesto a las operaciones interbancarias, los establecimientos de crédito optan por acudir en mayor cuantía a la ventanilla de liquidez del banco vía repos, no cabe duda de que el emisor está legalmente facultado para entregarles la liquidez si esta se encuentra dentro del marco de la política monetaria adoptada por la junta directiva.

- Los débitos que se efectúen en las cuentas de depósito que mantienen los establecimientos de crédito en el Banco de la República para cubrir sus operaciones de canje en la cámara de compensación.

A este respecto señala la Corte que la excepción se justifica «enteramente, dado el carácter neutro de las operaciones que se realizan a través de la cámara de compensación».

- Los traslados que se realicen entre cuentas de un establecimiento de crédito cuando ellas pertenezcan a la misma persona.

La Corte Constitucional extendió esta excepción a los traslados que se realicen en los sistemas de ahorro colectivo cuando el administrador o gestor del fondo común o de valores, en desarrollo de su objeto, traslade dineros a la cuenta corriente o de ahorros del adherente o suscriptor o viceversa. Precisa la Corte que la constitución de una fiducia u otra modalidad contractual con efectos similares, con el objeto de ordenar toda clase de pagos a nombre del fideicomitente, no puede convertirse en mecanismo para eludir el pago del impuesto.

- No son sujetos pasivos del impuesto: el Fogafin; la Dirección General del Tesoro y los depósitos centralizados de valores, salvo por los pagos que dichas entidades hagan para cubrir gastos de funcionamiento o para realizar inversiones diferentes de aquellas que se efectúen en valores, y el Banco de la República, salvo en relación con los pagos que realice para cubrir gastos de funcionamiento.

La Corte Constitucional incluyó como nuevos sujetos pasivos exentos a las tesorerías de las entidades territoriales y a los fondos que administren contribuciones parafiscales.

Igualmente llamó la atención respecto a que siendo estas exenciones de carácter excepcional su interpretación debe ser estricta, sin que puedan extenderse «a las entidades financieras y a los establecimientos de crédito a través de mecanismos que impliquen usar la vía del Banco de la República para que tales entes no paguen tributo. Ello, de nuevo, implicaría la burla de las disposiciones constitucionales enunciadas, la inaplicación efectiva –con la colaboración del Estado– de las normas tributarias que por esta sentencia se declaran exequibles, y la palmaria frustración de los objetivos perseguidos con la declaración de emergencia, en detrimento de los sectores materialmente afectados por la crisis. Por lo tanto, la exequibilidad del párrafo se condicionará (...) en la medida en que las operaciones (*del Banco de la República*) correspondientes se efectúen en interés del propio banco central, y de ninguna manera en interés de terceros, de establecimientos de crédito o de entidades financieras».

De nuevo cabe señalar que esta mención de la Corte no puede interpretarse como la imposibilidad de la junta directiva de cumplir sus funciones como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia.

Alcance del fallo frente a los depósitos centralizados de valores

El gobierno nacional, mediante el Decreto 2386 de 1998, reglamentó parcialmente el Decreto 2331 de 1998. En dicho decreto se precisó que cuando un establecimiento de crédito no bancario gire un cheque con cargo a los recursos de una cuenta de ahorro perteneciente a un cliente, se considera que constituye una sola operación por la cual se dispone de los recursos, el

retiro en virtud del cual se expide el cheque y el pago del mismo. Igualmente, se dispuso un mecanismo que permite considerar como una sola operación las diferentes transacciones mediante las cuales se realicen pagos a través de los depósitos centralizados de valores. El Consejo de Estado, en reciente fallo, encontró ajustado a derecho este decreto con el argumento de que buscaba evitar que se gravara dos veces la misma operación.

Producido el fallo, el gobierno nacional aclaró que la exención aplica a toda disposición de recursos consignados en cuenta corriente, de ahorros o depósito de la cual sean titulares entidades vigiladas por las Superintendencias Bancaria o de Valores y que se utilice para efectuar cualquier operación desarrollada dentro del objeto social del depósito central de valores, relacionada con las funciones de administración de valores y de compensación y liquidación sobre títulos, incluyendo los que hagan por cuenta propia los intermediarios. Adicionalmente indicó que se consideran parte de una sola operación y, por tanto, están exentas las transferencias de cuentas corrientes o de ahorros a cuentas de depósito o viceversa y entre cuentas de depósito.

Con lo anterior se elimina un gran motivo de incertidumbre que existía sobre las operaciones realizadas a través de los depósitos centralizados de valores y seguramente sus efectos se reflejarán en un mayor dinamismo del mercado de capitales.

Consecuencias del fallo de la Corte

Como se advirtió, dado el nivel del tributo, no se habían presentado mayores efectos en los mercados interbancario y cambiario. No ocurrió lo mismo con la decisión de la Corte de aumentar la tarifa del impuesto para estas transacciones. Como lo veremos a continuación, los efectos de la sentencia de la Corte Constitucional en estos mercados han sido muy significativos.

Cómo opera el banco central en el mercado monetario

La Asamblea Nacional Constituyente de 1991 señaló como una de las funciones básicas del Banco de la República regular la moneda y el crédito. Igualmente le asignó al emisor la función de prestamista de última instan-

cia y banquero de los establecimientos de crédito. De esta manera le compete a la junta directiva, como autoridad monetaria y crediticia, regular en forma general la liquidez en la economía y establecer los mecanismos adecuados para actuar como prestamista de última instancia, en ambos casos dentro de las limitaciones que establecen la Constitución y la ley.

La Carta Política limitó las posibilidades que tiene el Banco de la República para otorgar crédito a favor del sector público y de los particulares. En el primer caso, dicha operación quedó sujeta a la aprobación unánime de la junta directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. En el segundo caso, es expresa la prohibición para realizar este tipo de operaciones con particulares, salvo cuando se trate de apoyos transitorios de liquidez a los establecimientos de crédito o para intermediar crédito externo por conducto de los mismos.

Por su parte la Ley 31 de 1992, que regula las distintas funciones del banco emisor y de su junta directiva, estableció disposiciones precisas respecto a la forma como se pueden ejercer sus funciones.

Operaciones de mercado abierto

En materia de regulación general de la liquidez, el artículo 16 de la Ley 31 reglamenta la facultad que tiene la junta directiva para disponer la realización de operaciones en el mercado abierto. Señala la norma en su literal b) que estas operaciones pueden hacerse «con sus propios títulos, con títulos de deuda pública o con los que autorice la junta directiva, en estos casos en moneda legal o extranjera». Faculta el artículo citado a la junta para determinar los intermediarios para estas operaciones y los requisitos que deberán cumplir para operar con el banco. De manera expresa se autoriza la realización de operaciones de reporto. No obstante lo anterior, el parágrafo del artículo 53 de la ley precisó que a partir de 1999 las operaciones de mercado abierto en moneda legal se realizarán exclusivamente con títulos de deuda pública, lo cual viene cumpliendo el Banco de la República.

Con el fin de precisar el alcance del parágrafo mencionado, cabe advertir que si bien no existe una definición legal de «operaciones de mercado abier-

to», la literatura de banca central identifica estas operaciones como aquellas intervenciones que realizan los bancos centrales en el mercado de valores mediante la adquisición o venta de títulos públicos o privados, con la finalidad primordial de llevar a cabo objetivos relacionados con la regulación de la liquidez y la estabilidad monetaria.

Así las cosas, el Banco de la República opera por medio del mercado interbancario, afectando las tasas de muy corto plazo y, a través de los mecanismos de transmisión de esa política y con algún rezago, las otras tasas de plazos más largos. De allí la importancia de tener un mercado interbancario desarrollado y que funcione de una manera fluida.

Por otra parte, en la medida en que a partir de este año las operaciones de mercado abierto sólo pueden realizarse con títulos de deuda pública, la junta directiva indicó a través de la Resolución Externa 24 de 1998, que éstos son todos aquellos que autorice esa corporación para sus operaciones y en los cuales el deudor del título sea una entidad de carácter público, independientemente de si son del orden nacional, departamental o municipal.

La citada Resolución Externa 24 de 1998 regula las operaciones de expansión y contracción monetaria, señalando los agentes autorizados para hacerlas, los títulos que se pueden utilizar para las mismas, los instrumentos legales para realizarlas y los plazos. Para estos efectos las operaciones de mercado abierto se hacen con determinados agentes denominados como «colocadores de OMA», con títulos públicos admisibles y en los montos y plazos que periódicamente determina la junta.

De esta manera, las operaciones de mercado abierto tienen las siguientes reglas:

Agentes colocadores

Podrán actuar como agentes colocadores de OMA para la presentación de ofertas destinadas a operaciones de expansión y contracción: los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda, las compañías de financiamiento comercial, las cooperativas

financieras, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías y las sociedades administradoras de pensiones.

Las entidades administradoras del régimen pensional de prima media, la Dirección del Tesoro Nacional, el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro), la Financiera Energética Nacional S.A. (FEN), la Financiera de Desarrollo Territorial S.A. (Findeter) y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), sólo pueden actuar como agentes colocadores de OMA para la presentación de ofertas en las operaciones de contracción monetaria realizadas a plazos superiores a un día hábil.

Las entidades señaladas pueden presentar ofertas exclusivamente para posición propia.

Por su parte, las firmas comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias pueden actuar como agentes colocadores de OMA para la presentación de ofertas de expansión y contracción monetaria para posición propia y a nombre de terceros.

Las entidades interesadas en participar como agentes colocadores de OMA deberán afiliarse al sistema Sebra del Banco de la República o al que lo sustituya, suministrar la información que éste exija y acreditar capacidad técnica y administrativa suficiente para realizar las operaciones.

Títulos autorizados

Las operaciones transitorias de expansión o contracción se efectuarán con los siguientes títulos: Títulos de Desarrollo Agropecuario, Bonos Decreto 700 (Colombia) de 1992, Bonos Ley 55 de 1985 - segunda serie, Bonos República de Colombia (Resolución 4308 de 1994), Títulos de Deuda Externa de la Nación, TES B (con un mes de emitidos), TES A, títulos emitidos por el Fogafin y Bonos para la Seguridad.

Por su parte, las modalidades de compra y venta definitiva se efectuarán con los siguientes títulos: Títulos de Desarrollo Agropecuario, Bonos Decreto 700 (Colombia) de 1992, Bonos Ley 55 de 1985 - segunda serie, Bonos República de Colombia, Títulos de Deuda Externa de la Nación y TES B.

Plazos

La regulación vigente establece que las operaciones repo se harán en los plazos que señale la junta directiva. Así mismo, de manera general se advierte que el banco podrá señalar las características y condiciones para la realización de las operaciones de expansión y contracción.

De acuerdo con la reglamentación, actualmente se realizan las siguientes operaciones mediante la celebración de subastas: compra transitoria de títulos mediante subastas con plazo de uno y siete días, venta transitoria de títulos con plazo de 1 día y compra definitiva de TES.

Apoyos de liquidez

Respecto a las operaciones como prestamista de última instancia, el artículo 12 de la Ley 31 de 1992 los limitó a que éstos se hicieran a través de contratos de descuento y redescuento. Conforme a este marco constitucional y legal, y a diferencia de lo que piensan algunos analistas, el emisor no puede suplir las fuentes ordinarias de financiamiento. La Carta Política limita la utilización de los recursos entregados a la solución de problemas de liquidez, mas no de solvencia. El financiamiento por fuera de esta limitación constitucional no está autorizado y sería fuente de responsabilidades para el banco.

Estos principios se reflejan en las resoluciones externas 25 de 1995 y 25 de 1998, que establecen el marco general para los apoyos ordinario y especial y el denominado apoyo para encaje. Con estas disposiciones se pretendió instituir un marco detallado para el otorgamiento de los apoyos de liquidez buscando, a la vez, procedimientos operativos generales y oportunos, que puedan otorgar debidamente la liquidez y que, al mismo tiempo, brinden seguridad jurídica y financiera para el emisor.

La Resolución 25 de 1995 establece dos procedimientos de acceso. Uno denominado ordinario, que pretende solucionar pérdidas transitorias de liquidez relacionadas con una reducción de los pasivos que no supere el 10% de los mismos y cuyo acceso es prácticamente automático. Otro, denominado especial, para problemas más severos de liquidez relaciona-

dos con el deterioro de la calidad y liquidez de los activos o con una reducción drástica de los pasivos que, si bien no configura una situación de insolvencia, puede desembocar en ella de no remediarse en el plazo máximo de utilización, que es de 180 días. En este caso se requiere una evaluación preliminar por parte del emisor sobre la viabilidad financiera y patrimonial de la entidad y la definición de un plan de ajuste antes de la entrega de los recursos.

Los requisitos de acceso y utilización, tanto del procedimiento ordinario como del especial, están previstos detalladamente en la resolución. De esta manera, se insiste, se prefirió el criterio de señalar reglas al de permitir discrecionalidad para el otorgamiento de los apoyos.

Mediante la Resolución Externa 25 de 1998, la junta directiva instrumentó un nuevo mecanismo de apoyo de liquidez en concordancia con la restricción impuesta por la Ley 31 de 1992, en el sentido de que solamente pueden hacerse operaciones de reporto con títulos de deuda pública. Este mecanismo cumple con las restricciones constitucionales y legales en la medida en que busca solucionar problemas transitorios de liquidez, es de última instancia y se realiza mediante descuento y redescuento de títulos valores admisibles.

En efecto, por una parte, el que se limite la operación a los establecimientos de crédito aceptados como agentes colocadores de OMA implica que las entidades que tendrán acceso a los recursos del apoyo cumplan con los indicadores de solvencia establecidos por la Superintendencia Bancaria. De esta manera las entidades deberán tener un margen de solvencia mayor o igual a 9%, o encontrarse en plan de recuperación con la Superintendencia Bancaria y cumplirlo. Por otra, el requisito de transitoriedad en la utilización de los recursos se asegura en la medida en que las operaciones se hacen a plazos improrrogables; se exige que los intermediarios puedan usar este apoyo hasta por 180 días en un año calendario. Finalmente, el hecho de que los recursos otorgados por esta vía deban depositarse en el Banco de la República asegura que no se utilizarán como una fuente normal de financiación. En la actualidad, estas operaciones se hacen a plazos de uno y siete días.

Efectos del dos por mil en el mercado interbancario

En el mercado interbancario se presenta un primer efecto relacionado con los plazos de las operaciones. Como la sentencia de la Corte Constitucional generó un incremento a las transacciones interbancarias, ello encareció las operaciones de muy corto plazo; por esta razón, prácticamente desaparecieron del mercado transacciones a plazos de un día. Es así como el promedio de operaciones interbancarias ha caído significativamente, pasando, según cifras de la Superintendencia Bancaria, de \$82.902 millones de hace un año a \$42.582 millones en los últimos diez días.

Dado este comportamiento del mercado, la Dirección General de Tesorería ha tenido problemas para colocar sus excedentes de liquidez en el sistema financiero; en consecuencia, el saldo promedio de disponibilidades que ésta mantiene en su cuenta del Banco de la República aumentó significativamente, dificultando las proyecciones monetarias y generando una gran volatilidad en la base monetaria.

Por otra parte, este comportamiento del mercado podría afectar a entidades que el año pasado habían aumentado sustancialmente su «fondeo» a través del mercado interbancario.

Un segundo efecto se relaciona con el aumento de las operaciones repos de contracción y expansión con el Banco de la República. En la medida en que este tipo de operaciones están exentas del impuesto, los establecimientos de crédito prefieren traer al emisor sus excesos de liquidez y quienes demandan recursos tratan de conseguirlos utilizando las ventanillas del banco. Como es de conocimiento público, el emisor ha reconocido esta nueva situación del mercado y establecido montos de repos suficientes para poder realizar la política monetaria adoptada desde septiembre del año pasado tendiente a lograr una inflación del 15%. Estos montos se caracterizan en las últimas semanas por ser altamente inestables y de muy difícil predictibilidad, al depender del flujo de caja programado de cada intermediario y de las eventualidades que se presentan cada día, que normalmente se cubrían a plazos diarios.

Sin embargo, la utilización de los repos con el emisor como remplazo del mercado interbancario tiene una limitación grande en la medida en que los

títulos de deuda pública admisibles para hacer este tipo de operaciones se encuentran principalmente en poder de establecimientos de crédito grandes que no tienen mayores problemas de liquidez y de entidades, como algunas entidades públicas y los fondos de pensiones y cesantías, que no tienen acceso al Banco de la República. Para superar este escollo es indispensable poner en práctica la posibilidad de realizar préstamos temporales de títulos, que permitan movilizarlos a costos más bajos. De nuevo en este campo es importante el trabajo conjunto que realicen las entidades reguladoras y el banco.

Efectos del dos por mil en el mercado cambiario

Respecto al mercado cambiario ha sido notoria la disminución de los montos transados y del número de transacciones diarias de compra y venta de divisas. Durante el mes de marzo se transaron por el Citinfo US\$58,9 millones promedio diario, cifra bastante inferior a la que se registró en febrero, US\$185,9 millones. Se realizaron 93 operaciones en promedio por día, 142 menos que las que se efectuaron el mes anterior. De esta manera se configura una situación de volatilidad del mercado cambiario, ya que las demandas del sector real podrían afectar rápidamente los niveles de la tasa de cambio.

Además, en el mercado cambiario hay una tendencia a compensar demandas y ofertas del sector real sin pasar por el mercado; así mismo, la iniciativa por parte de intermediarios locales de diseñar mecanismos que permitan realizar pagos por el monto neto de las transacciones y no por cada transacción. Finalmente, se presenta una mayor utilización de las cuentas de compensación de las personas naturales y jurídicas.

Modificación del dos por mil para 1999

En la ley del plan se incluyó como nueva exención del impuesto de las contribuciones financieras para 1999 las operaciones de liquidez que realice el Banco de la República. Esta disposición permitirá que los apoyos de liquidez que se hacen a través de contratos de descuento y redescuento estén exentos del impuesto para el presente año. A mi juicio, esta disposición no

tiene inconvenientes de constitucionalidad, puesto que complementa la excepción considerada exequible por la Corte Constitucional.

Una idea adicional que merece explorarse es si dentro de la ley del plan podría también eximirse del impuesto a las operaciones interbancarias y a la compra y venta de divisas. Razones de conveniencia sobran para ello, pero podría alegarse que constituye un desacato a la sentencia de la Corte. Lo cierto es que, como se ha mencionado en la discusión del proyecto de ley en el Congreso, la Corte reconoce la competencia del legislador, ordinario o extraordinario, para establecer excepciones al impuesto. Prueba de ello es que todas las excepciones fueron declaradas exequibles. Y por otra parte, también reconoce la competencia del legislador para modificar los decretos dictados por la emergencia, como se presenta en esta oportunidad.

Adicionalmente, si bien la sentencia nada dice respecto al alcance de la competencia del legislador ordinario y extraordinario, debe pensarse que éste mantiene su competencia para definir las operaciones que tributan.

Debe advertirse, en todo caso, que la exención a las operaciones interbancarias y en moneda extranjera podría considerarla inexecutable la Corte Constitucional por las mismas razones por las cuales se declaró inconstitucional la tarifa diferencial. Precisó la Corte lo siguiente:

«Así las cosas, que tales entidades deban tributar en la misma medida en que lo hacen los particulares que no derivan rendimientos de sus operaciones como clientes de aquéllas, constituye apenas una consecuencia lógica del principio democrático que inspira nuestras instituciones.

«La solidaridad a la que todos están obligados por mandato expreso del artículo 95, numeral 2 de la Constitución, no puede exigirse de los destinatarios de las normas, con alcances desequilibrados e inequitativos, sino con fundamento en un esquema progresivo que consulte los ingresos y las condiciones de las personas.

«Del mismo modo, el deber que a todo ciudadano impone el artículo 95, numeral 9 de la Constitución, de contribuir al financiamiento de los gastos e inversiones del Estado, es exigible, como el precepto constitucional lo establece, “dentro de conceptos de justicia y equidad”. Deducirlo y hacerlo

valer por fuera de tales criterios, que obligan al legislador a vincular a los particulares, es inconstitucional.

«En lo que toca a las tarifas de los impuestos que han de ser establecidas con sujeción a los indicados lineamientos constitucionales, la Corte ha admitido que la ley tiene facultad de consagrar, previa evaluación y ponderación social y económica, diferencias entre ellas, lo que da lugar a que todos los contribuyentes paguen necesariamente los impuestos, tasas y contribuciones con los mismos porcentajes y bajo un criterio rígidamente matemático que mida a todos con el mismo rasero.

«Pero esas diferencias se justifican y tienen validez justamente para alcanzar un equilibrio que supere desigualdades de origen y que en el campo tributario grave con mayor fuerza a los más poderosos y con menos rigor a los más débiles; no para conseguir –a la inversa– que aquéllos contribuyan en menor medida y en condiciones más ventajosas que los últimos, por cuanto si eso se aceptara, se trastocaría el orden de preferencia social que la Carta Política consagra, y se profundizarían contra sus mandatos, las ya protuberantes brechas existentes en la posesión de la riqueza y en el disfrute de los beneficios del desarrollo».

Faltaría definir, eso sí, la pertinencia de incluir una norma como ésta en la ley del plan.

La nueva versión del dos por mil

El gobierno nacional incluyó en la ley del plan el impuesto a las transacciones financieras para el año 2000, la cual tendría los mismos reparos de constitucionalidad ya expresados.

En la ponencia presentada se exceptuaron las siguientes operaciones:

- Se mantuvieron las excepciones establecidas por el Decreto 2331 de 1998 para Fogafin, la Dirección General del Tesoro, el Banco de la República y los depósitos centrales de valores. En cuanto a la tesorería se exceptuaron las operaciones repo que realice, las cuales están hoy en día gravadas. Frente al Banco de la República, se incluye una nueva re-

dación que hace referencia a la exención de «las operaciones de liquidez que realice..., conforme a lo previsto en la Ley 31 de 1992», lo cual exime del impuesto a la liquidez transitoria que se da mediante el acceso a los distintos cupos de liquidez utilizando operaciones de descuento y redescuento. También se eximen los débitos que se hagan para cubrir el canje. Respecto a los depósitos centralizados de valores se aclara que la exención incluye las operaciones de compensación, liquidación y pago de dichos depósitos.

- Se incluyen como exenciones: la prevista en el Decreto Reglamentario 2386 para cuando un establecimiento de crédito no bancario gire un cheque con cargo a los recursos de una cuenta de ahorro perteneciente a un cliente y los traslados entre cuentas corriente y de ahorro de un mismo establecimiento de crédito, y los que se hagan a través de sistemas de ahorro colectivo.
- No se incluyen como operaciones gravadas las transacciones que realicen los usuarios de las cuentas de depósito en moneda nacional o extranjera abiertas en el Banco de la República, con lo cual no estarían sujetas al impuesto las operaciones interbancarias que se realicen por esta vía, así como la compra y venta de divisas. Ahora bien, si se realizan operaciones interbancarias afectando cuentas corrientes, la contribución se hace sobre el saldo neto de las mismas.
- A diferencia de lo previsto en el fallo de la Corte, no se incluyen como excepciones a las tesorerías regionales ni a los administradores de recursos parafiscales.

Se ha venido abriendo paso en el Congreso la propuesta de eximir de manera expresa, entre otras, las operaciones interbancarias y de compra y venta de divisas. Como se señaló anteriormente, la actual redacción excluye estas operaciones si bien faltaría incluir las transferencias o traslados de fondos de cuentas corrientes o de ahorros, cuando se trate de operaciones destinadas a proveer de fondos a una cuenta de depósito. Sin embargo, el texto sustitutivo que viene discutiéndose es sin duda más claro y da mayor certeza a los administrados.