

LA TESORERIA

MODERNA

Política económica,
regulación y manejo del riesgo



ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA

1ER. CONGRESO NACIONAL
DE TESORERIA

ASOBANCARIA

LA TESORERÍA MODERNA

Política económica, regulación y manejo del riesgo

Julio de 1996

ASOCIACIÓN BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA, ASOBANCARIA

Presidente

César González Muñoz

Vicepresidente

Germán Camacho Álvarez

Vicepresidente

Carlos Mario Serna

Vicepresidente

Leonidas Pretelt Burgos

Gerente de Información

María Constanza Mejía Meneses

Coordinadora de Publicaciones

María Alejandra Guerrero

Venta al público: \$30.000

© Asobancaria

ISBN 958-9040-30-6

Edición

Asociación Bancaria y de Entidades
Financieras de Colombia, Asobancaria

Cra. 9a. No. 74-08 Piso 9o. Tel. 211 4811 Ext. 440

Fax: 211 9915 - 217 5594

Diseño e impresión

Artes Gráficas Asobancaria

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 |
| APERTURA DEL CONGRESO | |
| <i>César González Muñoz</i> | 11 |
| <i>Mauricio Acosta Cruz</i> | 17 |
| HERRAMIENTAS QUE FACILITAN EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ DEL MERCADO. LAS EXPERIENCIAS COLOMBIANA Y ARGENTINA | |
| <i>Ricardo Mascaretti</i> | 25 |
| <i>Guillermo Fretes</i> | 35 |
| <i>Miguel Álvaro Mejía</i> | 45 |
| DETERMINANTES DE LA VOLATILIDAD DE LA LIQUIDEZ DE CORTO PLAZO | |
| <i>Hernando José Gómez</i> | 61 |
| <i>Amanda García Bolívar</i> | 73 |
| MANEJO DE PORTAFOLIOS DE RENTA FIJA Y TASAS DE MERCADO: LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA | |
| <i>Antonio Páramo Neira</i> | 97 |
| ÉTICA Y CONFLICTOS DE INTERÉS EN EL MANEJO DE LAS TESORERÍAS | |
| <i>Juan Carlos Varón Palomino</i> | 139 |

PERSPECTIVAS DE LA ADMINISTRACIÓN DE ACTIVOS
Y PASIVOS EN COLOMBIA

| | |
|---|-----|
| <i>María Claudia Correa Ordóñez</i> | 167 |
| <i>Daniel Fernando Botargués</i> | 181 |
| <i>Kelsey Biggers</i> | 189 |

LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA: ANÁLISIS COMPARATIVO
FRENTE A LA REGULACIÓN Y PRÁCTICA FORÁNEAS

| | |
|-------------------------------------|-----|
| <i>María del Pilar Galvis</i> | 197 |
|-------------------------------------|-----|

RIESGOS DE TESORERÍA

| | |
|--|-----|
| <i>Julietta Kappaz de Guarín</i> | 225 |
|--|-----|

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA 1996

| | |
|-----------------------------------|-----|
| <i>César González Muñoz</i> | 235 |
|-----------------------------------|-----|

EL MERCADO BURSÁTIL Y LA GESTIÓN DE TESORERÍA

| | |
|--------------------------------------|-----|
| <i>Carlos Caballero Argáez</i> | 261 |
|--------------------------------------|-----|

DESARROLLO DEL MERCADO DE FUTUROS EN COLOMBIA.
MECANISMOS PARA OPTIMIZARLO

| | |
|---|-----|
| <i>Antonio Velandia Rubiano y Alejandro Revéiz H.</i> | 271 |
|---|-----|

REGULACIÓN Y ACTIVIDAD FINANCIERA: IMPLICACIONES
DE LA RESOLUCIÓN 200 Y SU IMPACTO SOBRE
EL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO

| | |
|------------------------------------|-----|
| <i>Andrés Uribe Arango</i> | 291 |
| <i>Leonardo Villar Gómez</i> | 301 |
| <i>Jorge González Suárez</i> | 319 |

PRESENTACIÓN

Para la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia es muy placentero presentar a la comunidad financiera y académica las memorias del Primer Congreso Nacional de Tesorería.

La idea de realizar este evento surgió en el seno de las reuniones ordinarias del Comité de Tesorería que funciona en la Asobancaria, en el cual participan funcionarios de varias entidades afiliadas. Esto demuestra la importancia de dichos comités dentro de la actividad gremial y los alcances que puede llegar a tener el trabajo que realizan.

La continua modernización del sector financiero impone una permanente actitud de estudio y actualización por parte de sus funcionarios y de quienes se interesan por su desarrollo. Así lo demuestra la temática de las diferentes ponencias presentadas en este congreso. Siempre resulta constructivo conocer las experiencias internacionales sobre los temas que preocupan al sector en la actualidad, así como también el pensamiento de la autoridad económica al respecto.

Esperamos que este congreso sea la primera de una larga serie de reuniones anuales dedicadas a la discusión de asuntos financieros.

APERTURA DEL CONGRESO

César González Muñoz
*Presidente de la Asociación Bancaria
y de Entidades Financieras de Colombia*



El Comité de Tesorería de la Asobancaria ha sido indudablemente exitoso y productivo, como lo demuestra el buen suceso de este Primer Congreso. Además de esto, la existencia de muchos otros comités en nuestra organización ha convertido a la Asociación en una entidad moderna como gremio, técnicamente suficiente, con una infraestructura de análisis amplio para poder ser un interlocutor serio y válido del Estado colombiano y de otros sectores ciudadanos. En el caso específico de la Superintendencia Bancaria, podemos decir que en éste como en muchos otros casos, esa entidad ha entendido que sobre la base del estudio sosegado y detallado de los temas, puede tener un diálogo fluido y amistoso con la Asociación Bancaria y con el sistema financiero, a través de la Asociación. Naturalmente ese diálogo, cuando se trata de los supervisores, no siempre es un jardín de rosas, pero lo importante es que los ciudadanos corporativos y los ciudadanos individuales del sistema financiero, puedan ser escuchados ordenadamente por sus autoridades de supervisión.

Les puedo dar un informe de éxito en las relaciones nuestras con la Superintendencia Bancaria, a pesar de la enorme diversidad y dificultad de problemas relacionados con la excesiva minucia de la supervisión;

obviamente tenemos también problemas de oscuridad en cuanto a la orientación de ciertas políticas generales de regulación y supervisión bancaria hacia el futuro.

Quiero agradecer a los señores conferencistas, tanto a los compatriotas como a quienes han venido del exterior, por su esfuerzo, por estar aquí para enseñarnos y para discutir con nosotros. Quiero agradecer también a quienes en la administración de la Asobancaria se encargaron directamente de coordinar éste, que es un evento indudablemente exitoso y de muy buenos augurios en ésta y en ocasiones venideras. Quiero expresarle especialmente mis agradecimientos al presidente del Comité de Tesorería, Mauricio Acosta, y decirles a todos ustedes que la Asobancaria son ustedes mismos; nosotros simplemente somos sus representantes y sus servidores, como ocurre en cualquier organización ciudadana democrática.

Las circunstancias me obligan a hacer algunos comentarios breves sobre temas de interés público en Colombia. Más adelante en el programa de este certamen podré transmitirles algunos pensamientos en relación con la situación macroeconómica colombiana y por ello no me voy a referir a ese tema ahora, pero sí quiero anotar que la situación de incertidumbre y crisis que vive la nación colombiana en materia política e institucional, no es lo que está causando de manera directa el deterioro de la actividad económica que se percibe claramente en el ambiente; ese es el resultado de hechos pasados. Lo que constituye un problema adicional y preocupante es que la actual crisis política, la inmovilidad en la inversión y en el consumo de bienes durables van a tener un impacto sobre el empleo, el ingreso y la demanda agregada más adelante. Desafortunadamente, tenemos que enfrentar una situación muy difícil en materia económica en ese sentido, pero sería desorientador decir que la situación económica actual se origina exclusivamente en la crisis política. Es muy fácil proceder a responsabilizar a un problema tan grave, de las debilidades de la economía colombiana; es más difícil, pero más inteligente, tratar de identificar las verdaderas causas del asunto, porque de esa manera sabremos cómo comportarnos en el manejo de la situación. Entidades como la Asobancaria solamente tienen motivos para estar

optimistas frente al desenvolvimiento de esta crisis política, que ha tenido y tendrá características de crisis universal en la vida pública del país.

El presidente Samper seguramente no va a abandonar su cargo, por lo menos antes de que concluyan las etapas de investigación e instrucción en el Congreso de la República. Los gremios colombianos representados en el Consejo Gremial Nacional, hemos dicho que la mejor opción para los intereses públicos consiste en que el presidente se retire temporalmente de su cargo, pero no lo va a hacer porque los Estados Unidos le hicieron un gran favor al descertificar a Colombia en materia de lucha contra el narcotráfico; así, le dieron la oportunidad al gobierno de convertirse en una especie de portaestandarte de la dignidad y del patriotismo colombianos; con razón, además, porque esta acción de la descertificación ha sido, fue y será seguramente rechazada por las comunidades y por los gobiernos de América Latina para sus casos particulares.

Solamente los colombianos, dada la situación que vive el país, encontramos que de alguna manera había que dolerse por semejante castigo injusto de un país como los Estados Unidos; pero también uno tendría que decir que ahora el presidente Samper no debería irse del cargo, precisamente por esa razón, porque no podríamos explicarles a nuestros hijos y a los hijos de nuestros hijos, que un presidente de la república se va solamente cuando el imperio del norte así lo dice. Los colombianos vivimos una tragedia griega en la que el desenvolvimiento de los hechos no está bajo nuestro control. Lo que tenemos que enfrentar es un período de dificultades durante el tiempo que tome el Congreso en investigar al presidente de la república; si él es declarado culpable o es acusado ante el Senado, probablemente su retiro será inmediato, y si es absuelto en la Cámara de Representantes, será el jefe del Estado quien tenga la responsabilidad de definir qué hace en cuanto a su permanencia, continuidad o retiro en el cargo.

Los colombianos, los gremios, la Asobancaria, el Consejo Gremial Nacional, tenemos la obligación de contribuir a la vigilancia del proceso en el Congreso y al buen manejo del presupuesto y de la burocracia pública durante este período. Lo que le haría un tremendo mal a la ciudadanía y a la

administración pública colombiana, ya de por sí mediocre en general, es que en este período de dificultades de corto plazo e institucionales, el gobierno termine utilizando mal los instrumentos de la burocracia y del presupuesto para atrincherarse en sus posiciones de popularidad y de manejo del querer inmediato de las masas en el país. Sería sumamente perjudicial para los intereses públicos colombianos, que continuara deteriorándose la administración pública por cuenta de un uso indebido de ese instrumento por parte del gobierno, para mantenerse establemente en el poder.

No tenemos alternativa distinta a la de la vigilia, a la de la supervisión, a la de la veeduría. Ya veremos después qué viene. Yo espero, como esperan los presidentes de los gremios del Consejo Gremial Nacional, que después de este desierto que nos va a causar dificultades probablemente en lo económico, vengan mejores épocas en lo político, en lo institucional y en el campo de la ética pública. Ello depende de lo que la ciudadanía colombiana decida hacer en materia de revalorización de la política, de revalorización de las virtudes ciudadanas y particularmente de la reconstrucción de las organizaciones políticas colombianas sobre bases democráticas y modernas. Sin la existencia de partidos políticos modernos y democráticos, no es posible revalorizar la política, y nosotros como representantes de organizaciones ciudadanas tenemos todo el derecho a referirnos a eso y no solamente a los temas de inmediato interés empresarial y económico; se ha dicho siempre que no hay una buena economía sin una buena política. Entidades como la Asobancaria, suficientes desde el punto de vista técnico y organizativo, también tienen el derecho y la obligación de referirse a los grandes problemas institucionales y políticos colombianos.

Les reitero a todos ustedes nuestro agradecimiento y declaro instalado este Primer Congreso Nacional de Tesorería.

Mauricio Acosta Cruz
Presidente del Comité de Tesorería

Balance de gestión del Comité de Tesorería

La modernización y la internacionalización de la economía han producido en los últimos años profundas modificaciones en las relaciones entre el sector real y el sector financiero. La diversificación de las fuentes de financiación en un grado como en el que hoy en día existe en el mercado hizo que el crédito otorgado por las entidades financieras pasara de ser la principal fuente, a una opción más dentro de las múltiples alternativas.

De igual forma, y como consecuencia de lo anterior, las entidades financieras tuvieron que explorar nuevas alternativas de generación de ingresos.

En este contexto, las tesorerías entran a desempeñar un nuevo papel acorde con las exigencias del entorno. Pasaron de ser áreas que utilizaban herramientas tradicionales para conseguir la liquidez necesaria en el otorgamiento de crédito, a ser consideradas como centros generadores de ingresos.

La competencia que enfrentan es muy agresiva, tanto en el mercado nacional como en el internacional. En consecuencia su modernización es fundamental para no salir del mercado. El desarrollo de nuevos y sofisticados productos trajo consigo, por supuesto, la introducción de cambios en la normatividad; temas como la valoración a precios de

mercado, el manejo del Gap y en general la administración del riesgo, resultan fundamentales para garantizar el desarrollo normal de los nuevos negocios.

Con base en estas reflexiones se ha desarrollado la agenda del Primer Congreso Nacional de Tesorería, que gira en torno a los dos objetivos principales del Comité de Tesorería de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia:

- Abordar los temas relacionados con asuntos que afecten la actividad de las tesorerías de las entidades que representa.
- Trabajar conjuntamente con las entidades reguladoras en el proceso de modernización de las normas que puedan afectar el desempeño de las tesorerías.

Teniendo en cuenta estos objetivos el Comité desarrolló una serie de acciones, entre las que se encuentran las siguientes:

GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

El Comité de Tesorería ha estado en permanente contacto con la Superintendencia Bancaria con el propósito de discutir temas relacionados con la entrada en vigencia de la norma, de la manera menos traumática posible.

Conjuntamente con la Superintendencia Bancaria, se llevaron a cabo discusiones preliminares en las cuales se recopiló material relacionado con el tema. Después se hicieron presentaciones orientadas a recoger las experiencias de las entidades que habían desarrollado el mismo.

La Superintendencia Bancaria y la Asobancaria, con el apoyo del Comité de Tesorería, desarrollaron el segundo taller de Gap. El propósito de éste fue capacitar a las entidades financieras en el desarrollo de la resolución y plantear sugerencias ante la Superbancaria respecto al tema.

VALORACIÓN A PRECIOS DE MERCADO (Resolución 200)

Se creó un subcomité de estudio con el propósito de sugerir a la Superintendencia Bancaria algunas modificaciones a la resolución, las cuales fueron presentadas ante el comité y posteriormente ante la Superintendencia. Como resultado de esta reunión y teniendo en cuenta el interés del ente regulador, se comenzó a trabajar en la creación de un nuevo indicador de mercado que recoge la información sobre las tasas a las cuales los inversionistas especializados estarían dispuestos a invertir a diferentes plazos.

COMISIONES POR NEGOCIACIÓN DE RENTA FIJA A TRAVÉS DE BOLSA

Se llevaron a cabo varias reuniones donde se discutió el tema, para presentárselo posteriormente a las entidades afiliadas a la Asociación. El tema tenía como propósito mostrar a las entidades del sector financiero que existen herramientas gerenciales que permiten medir las comisiones que se están cobrando actualmente por bolsa.

SISTEMAS ELECTRÓNICOS DE TRANSACCIONES

Se presentaron tres de los sistemas electrónicos de transacciones que ofrecen actualmente sus servicios en Colombia. El objeto era dar a conocer las bondades que ofrecen estos sistemas para incentivar su uso entre las entidades que operan en el mercado.

PRIMER CONGRESO DE TESORERÍA

Se estudió y se llevó a cabo el Primer Congreso Nacional de Tesorería en Cartagena.

Dentro de la agenda propuesta para 1996, se espera cumplir con los siguientes puntos:

- Continuar el desarrollo de temas tratados durante 1995.
- Continuar el trabajo en equipo realizado con la Superbancaria.
- Impulsar el depósito centralizado de valores.
- Desarrollar el mercado de derivados.
- Organizar el Segundo Congreso Nacional de Tesorería.

Quiero agradecer a todas las entidades que contribuyeron durante el último año en los logros del comité y que hicieron posible el desarrollo del Primer Congreso Nacional de Tesorería, entre las cuales se encuentran:

Asociación Bancaria
 Superintendencia Bancaria
 Banco de Bogotá
 Banco Central Hipotecario
 Banco Industrial Colombiano
 Bank Of America
 Banco Tequendama
 Caja Agraria
 Banco Anglo Colombiano
 Corpavi
 Conavi
 Davivienda
 Corporación Financiera del Valle
 Corfes
 Corficaldas
 Corfinorte
 Banco Ganadero
 Fiduciaria Alianza
 Citibank

HERRAMIENTAS QUE FACILITAN
EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ
DEL MERCADO

Las experiencias colombiana y argentina

Ricardo Mascaretti
Director del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

Herramientas para aumentar la liquidez de los mercados capitales

Entre los aspectos que caracterizaron la evolución de los mercados en las últimas décadas, se destaca en primer lugar el proceso de desintermediación financiera, y luego el surgimiento de la internacionalización de los mercados.

La desintermediación financiera promovió el auge de los mercados de capitales en los países desarrollados, y estimuló la aparición de los mercados emergentes en países en vías de desarrollo. Así, la titularización de activos, o lo que es lo mismo, el rediseño de pasivos financieros en la forma de valores transables, fue remplazando cada vez con mayor fuerza a las vías tradicionales de financiamiento y a los mecanismos tradicionales de inversión.

El segundo de los aspectos, lo que se llama globalización o internacionalización, es un proceso más reciente en el que han desempeñado un papel decisivo los avances en el campo de la informática y de las telecomunicaciones. Para buscar el origen de este fenómeno se podría recurrir a las teorías financieras modernas, que a partir de la década del sesenta pusieron énfasis en la diversificación de las inversiones como método optimizador de la relación riesgo-beneficio. A partir de entonces es evidente la creciente participación de activos extranjeros en las carteras de los fondos institucionales de los mercados desarrollados.

Para medir este fenómeno globalizador, basta con observar el crecimiento promedio que a nivel municipal y desde la década del sesenta han tenido el PBI, el comercio internacional y las actividades financieras. El PBI se incrementó en promedio el 10% anual, el comercio internacional creció a un ritmo del 12%, y las actividades financieras superaron ampliamente ambos guarismos, con un aumento del 25%.

Con respecto a la participación de los activos extranjeros en las carteras de fondos institucionales, citamos como ejemplos representativos los siguientes:

- EE.UU.: la participación del 0,7% en 1980 crece al 5,7% en 1993.
- Inglaterra: la participación del 10,1% en 1980 crece al 19,7% en 1993.
- Japón: la participación del 0,5% en 1980 crece al 9% en 1993.

El monto total de dichas inversiones supera los US\$350 billones¹.

Se asiste así al comienzo de una feroz competencia por la captación de inversiones. Esta competencia podría plantearse ya no sólo en términos de país, sino más bien en términos regionales. De este modo, es común abordar hoy cualquier análisis haciendo referencia a los mercados latinoamericanos, a los tigres asiáticos, a los países miembros del Mercosur o del Nafta, sólo por citar algunos ejemplos.

Y es que, como aparece señalado en el informe sobre las inversiones mundiales de 1995, publicado por la Unctad en diciembre del año pasado, el proceso de globalización está explícitamente acompañado por dos fenómenos. Por una parte, hay una tendencia creciente a promover medidas de liberalización y eliminación de barreras para las inversiones extranjeras, y por otra, estas

1. IMF, *International Capital Markets*, mayo de 1995.

medidas se complementan con un rápido crecimiento de tratados bilaterales y regionales.

«Entre 1991 y 1994, 368 de los 373 cambios que se hicieron en leyes y reglamentos nacionales referentes a inversiones extranjeras fueron en el sentido de la liberalización. Dichas medidas a nivel nacional se complementaron con acuerdos bilaterales sobre inversiones. A mediados de 1995 existían más de 900 acuerdos (de los cuales un 60% datan desde 1990). Esto marca una nueva tendencia: la del rápido crecimiento de tratados bilaterales sobre inversiones»².

Es entonces en este escenario en el cual la flexibilidad para la movilidad de los capitales avanza en forma terminante, en donde la globalización expone sus bondades y sus potenciales amenazas. Las bondades, cuando genera un flujo favorable de inversiones; las amenazas, cuando los reflujos o las fugas de los capitales nacionales nos recuerdan que con estas nuevas reglas de juego están dadas las condiciones para que las inversiones, nacionales o extranjeras, se muevan con facilidad en la búsqueda de las plazas más competitivas, y las que generan mejores oportunidades de negocios.

Llegamos a este punto porque en este escenario parece necesario realizar dos enfoques del tema central de este trabajo. Por una parte, plantear las herramientas técnicas específicas que efectivamente pueden desarrollarse y que tienen que ver con la liquidez de los mercados; por la otra, considerar que más allá de este enfoque particular del tema existe un plano de análisis más amplio que incluye las características básicas referidas a la organización y la estructura económica, política y jurídica de un país que determinan su competitividad y definen sus posibilidades de desarrollar mercados líquidos y exitosos.

Al sector público le corresponde entonces recrear un marco regulatorio, impositivo y jurídico apropiado, y condiciones de estabilidad, predictibilidad

2. Unctad, *Informe sobre inversiones mundiales*, diciembre de 1995.

y transparencia que estimulen las inversiones en el país. Al sector privado, centralizar los esfuerzos para conseguir mayor eficiencia, con costos menores que los de las plazas competitivas.

En uno y otro sentidos, Argentina ha producido cambios espectaculares en los últimos años.

Desde el sector público se impulsó una profunda reforma estructural de la economía, la desregulación de los mercados, una nueva ley de inversiones extranjeras, estímulos fiscales asociados al desarrollo de los mercados; más específicamente, en relación con el mercado de capitales, la Comisión Nacional de Valores recreó normas referidas a instrumentos, mecanismos de operación, de control y de transparencia, acordes con los parámetros que rigen en los mercados desarrollados.

Desde el sector privado –representado por las instituciones bursátiles– se promovieron permanentes cambios, tendientes a mejorar la eficiencia y bajar los costos de negociación. Los avances más significativos de los últimos años pueden resumirse en la desregulación de comisiones de agentes de bolsa, la reducción de los aranceles que cobran la Bolsa de Comercio y el Mercado de Valores, la incorporación de personas jurídicas en la intermediación de títulos valores, mecanismos para flexibilizar el ingreso a la oferta pública de empresas y acuerdos bilaterales con otras bolsas para intercambio de información y apoyo técnico.

En el plano operativo los esfuerzos se centraron en mejorar los mecanismos de negociación, liquidación y control, de acuerdo con las recomendaciones del Grupo de los 30, y se fueron incorporando a las tradicionales operaciones de compraventa del mercado de contado, productos con características cada vez más sofisticadas.

A continuación se analiza cómo evolucionaron los cambios introducidos en el mercado de capitales argentino y qué tipo de herramientas se usó para mejorar su liquidez.

Este mercado se divide en dos grupos, de contado y de futuros. Los principales cambios introducidos en el mercado de contado se refieren a la incorporación de operaciones financieras –pases y cauciones–, con miniplazos que favorecen el crédito a inversores e intermediarios. Como contrapartida, y para garantizar la eficiencia del proceso de liquidación, se reglamentó el préstamo de valores, destinado a cubrir faltantes transitorios de títulos en dicho proceso.

Se avanzó además en la negociación por medios electrónicos. En 1995 se inauguró el Sistema Integrado de Negociación Asistido por Computador (Sinac), que enlaza operaciones de compraventa a través del casamiento electrónico de órdenes. Así las ofertas sobre instrumentos menos líquidos pueden permanecer en pantalla durante el día, ampliando las probabilidades de encontrar una contraparte que posibilite la concreción de la operación.

Con el fin de mejorar la transparencia del mercado se puso en funcionamiento el sistema de seguimiento de operaciones, *stock waths*, que monitorea en tiempo real y en diferido el desarrollo de la totalidad de la rueda, con el propósito de detectar prácticas desleales en el mercado, o la utilización de información privilegiada.

Hasta aquí los últimos elementos introducidos en el mercado argentino. Podría discutirse además sobre la conveniencia de incorporar otros utilizados exitosamente en los mercados desarrollados, como las ventas en descubierto –*shot selling*–, o las compras con apalancamiento –*buying on margin*–, ambas relacionadas con mayor liquidez y crédito a los inversores.

Al pasar al campo de los mercados de futuros, la experiencia argentina muestra un mercado líquido sólo en materia de opciones sobre acciones, quedando por delante el desarrollo de un mercado integral de derivados.

Con este propósito, las instituciones bursátiles han firmado recientemente con la Chicago Board of Trade (CBoT), un acuerdo para el asesoramiento técnico y posterior *joint-venture*, que permita recrear un mercado de futuros y opciones en Argentina.

En este sentido, el desarrollo de un mercado de derivados puede pensarse también como una herramienta que sirva para mejorar la liquidez y consolidar los mercados de contado. Esto sería pensar en el crecimiento conjunto de ambos mercados, el de derivados y el de contado, donde se negocian los activos subyacentes.

El desafío de recrear un mercado de futuros exitoso –o líquido– se iniciará en Argentina con la creación de un mercado separado e independiente, altamente especializado en aspectos tecnológicos y en recursos humanos. Una de las mejores herramientas para dotarlo de liquidez sería convocar a los principales operadores y referentes del mercado para participar de él, unificando los esfuerzos para su desarrollo.

En un plano más estrictamente técnico, y atendiendo a las experiencias internacionales, la figura del *market maker* o del local cumple un papel fundamental. Su presencia permanente en las plazas, ofreciendo una contraparte a las ofertas en firme de compra y de venta, asegura la liquidez satisfactoria de los mercados.

Existen también una serie de recomendaciones de la Commodities Futures Trading Commission (CFTC), que apuntan a aspectos más bien técnicos y operativos, y que están destinadas a mercados nuevos de derivados. Los aspectos más relevantes hacen referencia a establecer un número reducido de vencimientos para concentrar las operaciones en pocos períodos, reducir los montos de los contratos para permitir el ingreso de participantes más pequeños, establecer los horarios de las ruedas de negociación de modo tal que se compatibilicen con los de los mercados desarrollados que sirven de referentes, ampliando las posibilidades de arbitrajes.

Antes de llegar a una conclusión, hay que referirse a los aspectos que contribuyeron a la liquidez del mercado financiero a partir de agosto de 1994, los recursos provenientes de los fondos de pensión creados por la ley de reformas al sistema de previsión social. El funcionamiento de estos fondos está logrando una acumulación de ahorro interno que se deriva en parte de inversiones en valores cotizados. Estos inversores institucionales cumplen el

papel de dar más estabilidad al mercado, morigerando sus ciclos cortos y dotándolos de mayor liquidez y profundidad.

Para evaluar lo expuesto, basta señalar que al cabo de 18 meses de funcionamiento los fondos tienen un total de US\$3.330 millones bajo administración. Al cabo de los próximos cinco años se espera que este monto se eleve a US\$12.000 millones, lo que representará más del 4% del PBI estimado a esa fecha. Este guarismo representaría el 29% del nivel actual de la capitalización bursátil y un 27% de los depósitos en los bancos.

Por otra parte, las compañías de seguros de vida, también típicos inversores institucionales en los mercados de capitales, han visto aumentar el volumen de primas desde la vigencia del plan de convertibilidad en 485%, y a ese crecimiento contribuirá el sistema privado de previsión, ya que las administradoras de jubilaciones y pensiones están obligadas a contratar seguros de vida para sus afiliados. De continuar el ritmo de aumento observado en los dos últimos años, este monto se incrementará en otro 120% durante el próximo quinquenio, lo que sin duda también producirá un impacto notable en la liquidez del mercado argentino.

Hasta aquí la experiencia del mercado argentino en materia de herramientas para aumentar la liquidez, y las expectativas existentes con respecto a los próximos desarrollos.

Más allá de las herramientas técnicas que puedan desarrollarse para dar liquidez a los mercados, el tema merece un enfoque global que abarque los aspectos estructurales que tienen que ver con la competitividad de un país y de un mercado. En este sentido, la flexibilización y la apertura sin restricciones, la desregulación de los mercados, tratamientos fiscales e impositivos favorables, y otras normas de similar naturaleza, pueden ser herramientas que estimulen la liquidez, pero un mal manejo de las mismas puede finalmente derivar en la exportación de los mercados y de los capitales.

En el otro extremo, una economía cerrada puede constituir una perfecta muralla de protección contra los efectos negativos de los movimientos de fondos, pero puede acabar estimulando la fuga de capitales.

Se trata entonces de encontrar el justo y delicado equilibrio en una posición y de ajustar el manejo de las herramientas, para que no se vuelvan en contra de sus propios objetivos.

Con respecto a la eficiencia, se podría remarcar que no existe liquidez en un mercado que no se base en la solidez y solvencia de las instituciones que en él participan. Entre ellas, la entidad de liquidación y custodia –*clearinghouse*– tiene un papel principal; por tanto, debe ser diseñado según los parámetros de los mercados desarrollados, asegurar el cumplimiento de principio de entrega contra pago –*Delivery versus Payment (DVP)*–, ser eficiente en precios y acreditar una reconocida solvencia que justifique una calificación triple A.

Así mismo, los requisitos de solvencia y solidez se deben hacer extensivos a todos los intermediarios del mercado. Por último, hay que ser conscientes de la relación que existe entre la liquidez del mercado y su tamaño. En un mercado pequeño, las políticas internas y externas tienen un efecto expansivo que puede empujar la liquidez hacia arriba o hacia abajo. Las experiencias indican además que si existen varios mercados al mismo tiempo, uno prevalece sobre los otros, captando la liquidez y el liderazgo.

Por consiguiente, maximizar los esfuerzos para integrar en un mismo ámbito a inversores particulares e institucionales, a empresas, productores, operadores e instituciones financieras que respondan a distintas necesidades –inversión, cobertura, especulación y arbitraje–, logrando que cada uno de ellos vea al mercado de capitales como una herramienta fácil de utilizar, rentable y de bajos costos, puede ser una de las mejores herramientas para aumentar la liquidez de los mercados.

Guillermo Fretes
Director de la Caja de Valores de Buenos Aires

Desmaterialización en los mercados argentinos

La desmaterialización de los títulos valores constituye un instrumento al tratar el tema del desarrollo de la liquidez de un mercado. Además, sin duda contribuye a facilitar esa liquidez principalmente desde los ámbitos de la mayor seguridad, la menor generación de costos y el acortamiento y la certidumbre en los tiempos.

La experiencia argentina puede resultar de interés ante el importante grado de desmaterialización alcanzado en nuestro mercado, en un proceso que se ha dado gradualmente y en forma voluntaria.

Los títulos escriturales aparecen en nuestro ordenamiento jurídico con la reforma que se introdujo a la ley de sociedades comerciales en 1983. Allí se incorpora la posibilidad de que los títulos no tengan representación física sino que dicha representación sea sustituida por registros, por anotaciones contables.

En el caso argentino este nuevo sistema de escrituralidad se plantea como si coexistiera con los títulos representados físicamente, sea que los mismos fueran al portador o nominativos. En el régimen argentino, desde su introducción, ha sido facultad del emisor escoger entre los títulos físicos y los títulos escriturales o desmaterializados.

Como ya se dijo, la característica esencial del título escritural es que no existe ningún sustrato material para el mismo. La acción no tiene una representación física sino que la titularidad viene dada por una anotación en cuenta, por un crédito. Así también todos los actos jurídicos que pueden afectar al título se expresan o producen por medio de registros.

El sistema es compatible y sinérgico con la existencia y utilización de las centrales depositarias de títulos, donde las transacciones se perfeccionan mediante registros sin movimientos físicos. La inmovilización en rigor hace inútiles los títulos físicos, transformándolos en una fuente generadora de costos y riesgos. Desde luego en este sentido la utilización de certificados globales resulta un paso intermedio ventajoso en relación con el sistema tradicional de títulos físicos, pero se detiene en el umbral sin que existan muchas razones para ello. Aunque minimizados, deja subsistentes riesgos y costos que podrían evitarse.

En la experiencia argentina coexiste el sistema de desmaterialización o escrituralidad con la posibilidad dada a los emisores de emitir certificados globales, siempre que los mismos se incorporen a un depósito colectivo.

Esto último resulta necesario para permitir la asignación de titularidad y la disponibilidad de las cuotapartes de copropiedad en el certificado global, mediante registros contables. El sistema se ha utilizado en emisiones de deuda pública, y la posibilidad que normalmente trae con él, de que los titulares pueden solicitar la emisión de certificados físicos individuales al portador, con la correlativa disminución del certificado global, ofrece atractivos desde el punto de vista fiscal a los inversores, aunque simultáneamente disminuye la capacidad de control de los organismos de recaudación cuando existen gravámenes vinculados a la tenencia de estos títulos o a las rentas que los mismos generan.

Es claro que la desmaterialización entraña también una responsabilidad esencial para quien esté autorizado a llevar el registro. Por ello el sistema restringe las posibilidades a personas que tengan una calificación especial. Así, en el régimen argentino quedan habilitados para actuar como agentes de registro el emisor —que indudablemente tiene la responsabilidad

primaria—, los bancos y las cajas de valores. Así mismo, dada la trascendencia de la desmaterialización, nuestra ley exige que la posibilidad de emitir acciones escriturales surja de los estatutos del emisor, de modo tal que los accionistas de la sociedad tengan claro que los títulos de la misma pueden ser emitidos en esa forma.

Cuando la reforma se introdujo aún se pensaba en términos de libros contables y de registros de ese tipo; sin embargo el hecho de que el sistema sea apto para que se lleve en forma computarizada, potencia las ventajas del mismo. En nuestra realidad el sistema computarizado ha desplazado prácticamente a cualquier tipo de sistema manual o más o menos mecanizado de teneduría de libros.

Este sistema se introdujo en 1983 con carácter voluntario, es decir, opcional para los emisores. Muchas reticencias y atavismos debieron superarse para que la cultura empresarial absorbiera un cambio que, aunque hoy parece simple, en realidad es muy complejo y difícil de lograr. En principio existe una reticencia natural del dueño de una acción a aceptar que su propiedad no tiene ninguna representación física y que sólo es un asiento contable que lleva un tercero. Sobre todo, esto es difícil para aquellas personas que tienen el control de las empresas, pues se produce un sentimiento de pérdida y de inseguridad al desaparecer la representación física.

Sin embargo, con mucha lentitud al principio, el sistema se fue imponiendo gradualmente, en particular respecto de aquellas empresas de cierta dimensión y con algún grado de distribución de sus papeles en el público. La primera empresa cotizante en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires que adopta el régimen escritural lo hace en agosto de 1988, es decir, cinco años después de la introducción del régimen. Hoy en día sobre un total de 159 emisiones cotizantes, 109 son escriturales, y sobre un total de 72 títulos de deuda pública, 34 son escriturales, 29 son certificados globales y solamente nueve son de representación física. Como puede apreciarse, la evolución ha sido muy rápida y decidida en favor de la desmaterialización.

Si se analiza en función de los volúmenes depositados en Caja de Valores se encuentra también un predominio marcado de la desmaterialización. Así al

mes de febrero del año 1996 el 75% de los títulos privados depositados en Caja de Valores, medidos por su valor nominal, son títulos escriturales y, el saldo, títulos físicos. En el caso de títulos públicos sólo el 18% está expresado en títulos físicos, repartiéndose el resto entre títulos escriturales, que representan aproximadamente un 75%, y certificados globales, que representan el saldo.

Esto demuestra que las preferencias del mercado son claras, lo cual resulta de algunas ventajas evidentes. El sistema es más seguro porque elimina los riesgos de robos, pérdidas, destrucciones, adulteraciones o duplicaciones por cuanto no existen elementos físicos que puedan sufrir esos efectos y con dicha eliminación se superan también los procedimientos, generalmente lentos, que prevén nuestras legislaciones para que los títulos afectados puedan ser reemitidos, con los consiguientes costos financieros generados por las demoras; así mismo en el campo de la seguridad se evitan los traslados o movimientos de títulos que llevan implícitos los riesgos ya aludidos. Es claro que el sistema de registro también tiene el riesgo de error o el fraude por medio del sistema de computación, pero este riesgo puede ser adecuadamente cubierto a través de medidas de seguridad y de auditorías de sistemas que eviten estos inconvenientes o mediante seguros que abarquen el fraude por computación. Por otra parte, el hecho de restringir la posibilidad de llevar estos registros a entidades especializadas y con un régimen de control específico, también constituye un reaseguro frente a estos riesgos.

El sistema es menos costoso por cuanto al no existir la representación física se eliminan los costos de impresión, que en algunos casos de emisiones de cierta importancia adquieren proporciones considerables. Además al existir entidades especializadas en llevar los registros y por tanto hacerlo para un gran número de empresas, el costo del servicio tiende a disminuir y a ser muy poco relevante. La desaparición del título físico también elimina la necesidad de contar con tesoros y sistemas de seguridad para proteger los depósitos de los mismos. Esto tiende a reducir notablemente los costos de los bancos custodios o de las centrales depositarias de títulos, que ven disminuidas así sus necesidades de personal, de sistemas de seguridad, de espacio físico y de sistemas de transporte.

Igualmente, simplifica la circulación de los títulos, ya que elimina la necesidad de la entrega física y de la revisión de lo entregado, con los

consiguientes tiempos involucrados y conflictos potenciales. En el sistema escritural la transmisión de la propiedad o la constitución o adquisición de cualquier derecho sobre el título o ligado al mismo se produce instantáneamente con el simple registro, sin necesidad de comprobaciones, envíos, ni revisiones de ningún tipo. Esto acorta los tiempos y da mayor certidumbre a las transacciones.

La experiencia de nuestro proceso privatizador es interesante. Las empresas privatizadas adoptaron el sistema y las transacciones involucradas en estas privatizaciones, que fueron de montos realmente considerables, tuvieron lugar en procedimientos relativamente sencillos y de gran seguridad, en que los pagos eran efectuados contra la acreditación en el registro escritural a nombre de los adquirentes de las acciones, en actos cuya simultaneidad aseguró la entrega contra pago y en la mayor parte de las veces sin requerir un mismo ámbito físico para la realización del acto.

Últimamente en nuestro medio se está desarrollando la figura de la letra hipotecaria escritural, que es una letra hipotecaria desmaterializada y cuyos registros de titularidad son llevados en forma computarizada. El agente de registro emite un certificado que constituye el título ejecutivo en caso de incumplimiento. Estas letras escriturales, en conjunción con la utilización de la figura del fideicomiso, permiten el desarrollo del negocio, consistente en adquirir paquetes de estas letras y emitir contra ellas certificados de participación (también escriturales) que pueden ser colocados en el público, lo cual otorga al mercado de los préstamos hipotecarios una velocidad de rotación que hace prever el desarrollo de un enorme e interesante mercado, de gran agilidad y transparencia y de bajos costos, con la consiguiente mejora en la oferta de inmuebles para vivienda o negocios.

Esta experiencia también demuestra la ventaja de la especialización para brindar el servicio y la conveniencia de que existiera una central depositaria, para que ésta fuera la entidad especializada en darlo. En Argentina la Caja de Valores presta el servicio a 103 sobre un total de 109 empresas que han desmaterializado sus títulos y cotizan en bolsa. Al ser también la Caja la que lleva el depósito colectivo de títulos valores en Argentina, la combinación de ambas funciones redundará en una potenciación de los beneficios de

disminución de costos y de agilización de las transacciones. La preocupación que se encuentra en otros mercados por los tiempos de demora en adquirir la titularidad definitiva de un título valor, mediante los pertinentes registros con el agente encargado, desaparecen al coincidir la calidad de agente de registro con la de depositario central de títulos. Al ingresar un título escritural al depósito colectivo que lleva la Caja, el mismo ente produce una alteración en el registro escritural sustituyendo al titular anterior por el de la Caja de Valores en su carácter de depositario del depósito colectivo, de modo tal que la transferencia se produce en forma inmediata y definitiva mediante este simple registro computarizado.

Otro beneficio anexo a esta acumulación de funciones deviene del hecho de facilitar las transacciones internacionales a través de las cuentas que vinculan a la Caja de Valores con otras plazas internacionales de *clearing* o depositarios centrales de títulos. La no existencia física de los títulos elimina toda necesidad de traslado a grandes distancias, lo que en el caso de títulos físicos genera costos que lo hacen casi imposible. El sistema escritural es especialmente apto para facilitar este tipo de transacciones transfronterizas.

La Caja ha desarrollado un sistema computarizado, que en su momento fue sometido a revisión de la Comisión Nacional de Valores y que está permanentemente sujeto a la auditoría de sistemas y la auditoría general de la Caja. El sistema permite llevar los registros de titularidad y de la realización de todos los actos jurídicos susceptibles de afectar a los títulos de acuerdo con la legislación argentina. El titular puede en cualquier momento solicitar una constancia de saldo, que no es otra cosa que una certificación emitida por la Caja que acredita su calidad de accionista o de titular del título de que se trate, cantidad, especie y demás características del título. También pueden requerirse certificaciones similares a efectos de acreditar la titularidad en actos societarios tales como asambleas de accionistas o de bonistas. Todas estas constancias o certificaciones se emiten con medidas que aseguran la legitimidad de las mismas y tienen plazos de validez limitados, durante los cuales el registro no puede ser alterado.

El sistema también permite facilitar el cobro de las rentas, el ejercicio de derechos tales como las suscripciones o la negociación de tales derechos, sin

la necesidad de manipular cupones físicos, pero con los mismos efectos como si tales cupones existieran. A los efectos de la negociación el corte de cupón se transforma en la apertura de un nuevo título escritural representativo de ese derecho, en última instancia la apertura de un nuevo código o número de identificación, distinto del correspondiente al título originario al que se encuentra ligado. Este nuevo título puede ser negociado, tal como si se hubiese negociado un cupón físico, y así puede transmitirse el derecho a un servicio de intereses o a una suscripción.

Un título escritural puede ser dado en garantía, a pesar de no tener una representación física. La constitución de la prenda se produce mediante la inscripción en el registro escritural, con la mayor tranquilidad para el acreedor de no correr riesgos de pérdidas o sustracciones o daños, y para el deudor de no desprenderse de su título entregándolo al acreedor sino que el mismo queda en manos de un tercero, es decir, de quien lleva el registro.

El sistema además permite una conexión informática con el emisor que mantiene a éste informado permanentemente de los movimientos en el registro y que le ofrece la posibilidad de obtener en cualquier momento patrones totales o parciales de los accionistas o bonistas, con los datos personales de los mismos, sus tenencias y derechos no ejercidos.

Desde el punto de vista de la seguridad se cuenta con un *back up* de los registros actualizado diariamente y con equipos duplicados y situados en diferentes locales. Así mismo, tanto las terminales como sus usuarios tienen claves de acceso y contraseñas secretas sólo conocidas por el usuario, que deben compatibilizarse, y niveles de autoridad predeterminados para la realización de ciertos actos. Por último una póliza de seguro que incluye el crimen por computación y una auditoría de sistemas refuerzan la estructura de seguridad con que cuenta la Caja de Valores.

En síntesis, a través de las mencionadas ventajas de mayor seguridad y menores costos la utilización de la desmaterialización contribuye al desarrollo de los negocios y a la mayor liquidez en los mercados.

Miguel Álvaro Mejía
Gerente general de Deceval S.A.

La historia, maestra permanente

El problema: dónde «dejar» los títulos valores

En el mundo de hoy el tema de dónde «dejar» los títulos valores es apasionante: los cada vez más crecientes volúmenes de operaciones en los mercados locales e internacionales llevan aparejados mayores riesgos, mayores costos y muchos papeles. A su vez, los sistemas transaccionales empleados para procesar operaciones y datos son dispendiosos y heterogéneos, amén de costosos e inseguros.

No obstante este panorama, existe ya una herramienta, probada con éxito en Europa, Estados Unidos y en algunos países de Latinoamérica como México y Argentina, que contribuye a hacer más eficientes los procesos de custodia, liquidación y compensación de títulos valores en los mercados: los depósitos centralizados de valores.

Sin embargo, contra todo pronóstico, la idea no es nueva. Se remonta a varios siglos atrás cuando los comerciantes de la época también requerían soluciones ajustadas a sus necesidades de negocios.

LA SOLUCIÓN: APRENDER DE LA HISTORIA

Dos ejemplos sirven para ilustrar los orígenes de los depósitos centrales de valores y, de paso, el de las bolsas de valores. En Amsterdam, en el siglo XVII, la Compañía de las Indias emitió acciones nominativas, conservando los títulos, y el comprador no estaba en posesión de una acción más que mediante la inscripción de su nombre en un registro que se llevaba para este efecto.

Entre las grandes ferias europeas de los siglos XV, XVI y XVII, hubo incluso ferias de letras en las que estos documentos eran la única mercancía que se negociaba por anotaciones de cargo y abono, compensándose al final.

Esta referencia al pasado señala que la historia siempre enseña: en este caso se trata, sencillamente, de aplicar viejas recetas utilizando modernos ingredientes.

Justificación y papel de los depósitos centralizados de valores en los mercados modernos

Obviamente algo va de las ferias europeas del siglo XVII al convulsionado mundo de los negocios de hoy. Para entender por qué actualmente la solución de los depósitos centralizados de valores es urgente se mirarán, a manera de justificación, los principales elementos que caracterizan la operación de los mercados modernos y el papel que cumplen estas entidades en ellos.

Justificación

La operación de los mercados de capitales hoy en día se enmarca en las grandes transformaciones que caracterizan la evolución de las economías modernas y que se resumen a continuación:

- Globalización de los mercados: todos contra todos
- Desregulación: elimina barreras

- Incremento, diversificación y complejidad de las operaciones: el vértigo de hoy
- Mecanismos y procedimientos de intercambio: iguales, pero diferentes
- Costos y márgenes: unos suben, otros bajan
- Riesgos: incómodos compañeros de viaje
- La tecnología: tótem moderno

Papel de los depósitos en los mercados

En los últimos años la tarea de estas entidades en los mercados ha merecido mayor atención. En efecto, el Grupo de los Treinta, organización internacional que propugna una mayor eficiencia de los procesos de intercambio, de custodia y de compensación y liquidación de los mercados nacionales como prerrequisito para una mayor eficiencia global, ha recomendado como práctica segura y moderna, entre otras iniciativas, que cada país debe disponer de un depósito centralizado de valores con la mayor brevedad.

Las recomendaciones de este Grupo han sido acogidas a nivel mundial por la Organización Internacional de Administradores de Valores (ISSA) y a nivel regional por la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV), como quiera que las mismas buscan, además, estandarizar prácticas corrientes de operación en los mercados.

En este contexto los depósitos cumplen una función económica básica enmarcada por la conceptualización del negocio que ellos representan y por su aporte a la organización de los mercados.

FUNCIÓN ECONÓMICA DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES

La principal función económica de estos depósitos se deriva de su objeto social:

- La inmovilización o desmaterialización de los valores para asegurar el registro electrónico de las transacciones a través del sistema de anotaciones en cuenta

Mediante la inmovilización (no circulación física de los valores) o la desmaterialización (no emisión física de valores), los depósitos facilitan las transacciones de los títulos valores negociados en el mercado a través del registro electrónico de las mismas en las cuentas de los respectivos titulares. Este sistema de anotaciones contables –o *book entry*– permite transferir una determinada cantidad de valores de una cuenta a otra, mediante el sistema de débito o crédito en los registros de la entidad de depósito.

Los depósitos en el marco conceptual y organizacional de los mercados

Esta diferenciación es importante, como quiera que para entender a cabalidad el papel de estas entidades es necesario partir de una clara conceptualización del deber ser de las mismas en el mercado para, posteriormente, ubicarlas en el «organigrama» de éste.

En consecuencia:

- Conceptualmente, son instrumentos de modernización y eficiencia de los procesos de custodia, compensación y liquidación de valores del mercado.

Servicios básicos

- Depósito: Títulos físicos en circulación y por emitir
- Administración
- Registro electrónico de las transacciones
- Compensación y liquidación

A partir de estos servicios se dan otros de valor agregado tales como el suministro de información, la función de agencias numeradoras nacionales de valores, etc., que añaden un plus a su gestión y a la de sus clientes.

Organizacionalmente, hacen parte de la microestructura del mercado de capitales.

El tema de la organización y estructura de los mercados, es decir, cómo las distintas entidades que lo integran desarrollan sus funciones e interactúan entre sí, cobra cada día mayor importancia al analizar su impacto sobre la liquidez, los costos de las transacciones, la volatilidad y la eficiencia del mercado. Los depósitos son parte vital, entonces, de la denominada microestructura del mercado, y para que su gestión sea eficiente deben cumplir dos condiciones fundamentales:

- Sinergias eficientes con las bolsas de valores
- Complemento eficaz de los emisores y demás agentes del mercado

Los depósitos como instrumentos para incrementar la posición competitiva de los agentes del mercado

En este orden de ideas, el desarrollo pleno de un depósito centralizado de valores contribuye no sólo a mejorar la eficiencia agregada del mercado sino a inducir una mayor competencia entre los agentes que participan en él.

Ello se facilita si se entiende que los mercados son, por definición, procesos dinámicos que descansan sobre la base de la confianza pública y que encuentran en la tecnología el mejor aliado para inducir cambios profundos en la gestión competitiva de sus agentes.

La organización de los mercados como procesos en permanente desarrollo

- Nuevas formas
- Nuevos agentes

- Nuevos instrumentos
- Nuevas instituciones
- Nuevas reglas

Elemento Inalterable del mercado: la confianza

La revolución tecnológica como factor clave del desarrollo de los mercados

Los avances tecnológicos en sistemas y en telecomunicaciones han sido los detonantes del acelerado proceso de desarrollo de los mercados en los últimos años, cuya evolución se ha caracterizado por:

- Simplificación de los registros contables y disminución de costos por transacción
- Automatización de los procedimientos transaccionales y de pago
- Eliminación de la necesidad de ir físicamente a las sucursales
- Desarrollo de nuevos productos y servicios
- Mejoras en la eficiencia de las entidades y aprovechamiento de ventajas competitivas
- Economías de escala

El caso colombiano: rompiendo paradigmas

El sistema financiero colombiano no ha sido ajeno a estas transformaciones. Si bien a mediados de la década de los setenta se inició un incipiente proceso de automatización, sólo hasta la década de los ochenta y liderado por las corporaciones de ahorro y vivienda, este proceso tomó forma y despegó. Son de sobra conocidos los avances en cajeros automáticos, sistemas de pago, cuentas nacionales, sistemas electrónicos de transacciones de las bolsas de valores, etc. Lo destacable es que las innovaciones tecnológicas, de la mano de la desregulación en casi todos los frentes de negocios del sector, más decidida esta última a partir de 1990, han repercutido en:

- Una mayor intensificación de la competencia en el mercado
- Los depósitos son producto de esta intensificación y como tal hacen parte de la estrategia competitiva de los agentes del mercado. Para que éstos la incorporen decididamente a esta gestión es necesario:
 - Una profunda reingeniería cultural y organizacional en cada entidad, apoyada y asesorada por los mismos depósitos.
 - Entender que los depósitos contribuyen a la generación de utilidades, en su acepción más amplia, de las entidades usuarias de sus servicios, lo cual facilita promoverlos comercialmente como entes que generan importantes servicios de valor agregado a su clientela y al mercado.

Los depósitos centralizados de valores en Colombia como instrumentos minimizados del riesgo y generadores de liquidez al mercado

El mercado nuestro de cada día: funciona, pero...

En Colombia, infortunadamente, no se cuenta con un verdadero mercado de capitales y el que opera se caracteriza por una serie de imperfecciones estructurales y de gestión. Para adentrarse en las razones de fondo y plantear las recomendaciones procedentes, se creó hace un poco más de un año la Misión para el Estudio del Mercado, cuyas primeras conclusiones se conocerán próximamente.

En este contexto, la operatoria del mercado colombiano se caracteriza por su excesivo nivel de riesgos, altos costos e ineficiencias asociadas a los sistemas transaccionales, de custodia y de compensación y liquidación, para citar los procesos más relevantes.

Para los propósitos de esta presentación se enumerarán los principales costos, riesgos e ineficiencias que se desprenden de no disponer de un sistema centralizado de custodia de valores, sobre la premisa de que no basta tener

una cierta percepción sobre la existencia de estos factores, sino que es necesario identificarlos y cuantificarlos precisamente, para dimensionar el real impacto del uso y beneficio de un depósito centralizado de valores en los agentes individualmente considerados y en el mercado en general.

Sin pretender ser exhaustivos, tales factores son los siguientes:

- Costos
- Operacionales:
 - por movilización física de los valores
 - por procesamiento de emisiones primarias
 - por procesamiento de transacciones en mercado secundario
 - por errores, omisiones y pérdidas
 - por fraudes
 - por reposición de valores
- Físicos:
 - por montaje, adecuación y mantenimiento de centros de valores
- De administración:
 - por gestión y control
 - por registro de transacciones
 - por desarrollo y mantenimiento de programas aplicativos
 - por pólizas de seguros
- Financieros:
 - lucro cesante
- Riesgos

- De mercado
 - volatilidad
- De la contraparte
 - incumplimiento por incapacidad o falta de voluntad
 - endoso
 - autenticidad de documentos
- Operacionales
 - pérdida
 - errores
 - deficiencia organizacional
 - retrasos
 - fallas en sistemas
 - fraude
- De liquidez
 - liquidación de obligaciones en fecha posterior, sin especificar
- De crédito
 - por no pago, liquidación o quiebra
- De liquidación y cumplimiento
 - por no entrega o pago inoportuno
- Competitivos
 - pérdida de negocios por cambios en normas o innovaciones
- Ineficiencia

DEFICIENTE CALIDAD, DISPONIBILIDAD Y OPORTUNIDAD DE LA INFORMACIÓN

El mercado no dispone de un sistema de información eficiente y estructurado que garantice su transparencia y facilite la toma de decisiones. Las distintas

fuentes de información disponibles adolecen de una serie de deficiencias en cuanto a la calidad, disponibilidad y oportunidad de la misma, lo cual distorsiona cualquier análisis e induce a error a los operadores del mercado.

- Mercado fragmentado
 - por acceso a información
 - por mecanismos de transmisión de la información

Como una consecuencia lógica del punto anterior, los actores del mercado manejan parcialmente la información disponible y, por tanto, sólo «ven» una parte del mercado. Adicionalmente, el sistema principal de transmisión de la información al público inversionista sigue siendo el teléfono, por lo cual la difusión de la misma es lenta y costosa.

Por la naturaleza del sistema de procesamiento de valores

El sistema de intercambio de valores basado en el físico se asocia a una serie de procesos cuyas principales características son las siguientes:

- dispendioso
- costoso
- inseguro
- heterogéneo

La «contabilización» de los factores mencionados representa sumas considerables dentro de cada entidad y en el agregado del mercado. Reducir drásticamente las mismas es tarea principal de los depósitos centralizados de valores.

En qué forma los depósitos centralizados de valores en Colombia pueden contribuir a ampliar el mercado y facilitar su liquidez

En este punto, la premisa fundamental es la siguiente:

- La gestión de los depósitos reduce costos y riesgos del mercado y mejora su eficiencia

En términos desagregados:

- Reduce costos
- Libera recursos

Los recursos liberados son recursos productivos que pueden canalizarse de manera más eficiente hacia el desarrollo del objeto social principal de cada entidad.

- La reducción de riesgos
 - beneficia las seguridades de las transacciones
 - amplía el mercado
 - incrementa el potencial de negocios
 - mejora la capacidad de análisis y negociación de los agentes
 - propicia la vinculación de inversionistas extranjeros

Estas ventajas son posibles debido a que los depósitos asumen toda la carga operativa derivada de la gestión física de los valores, que en la actualidad representa para los responsables ingentes esfuerzos que los «distraen» de su principal objetivo: generarle negocios a su entidad y añadirle valor a su actividad, en un ambiente controlado y seguro.

En el mismo sentido, el acceso a un depósito centralizado de valores potencia un mercado más amplio al contar con un mayor número de agentes para transar, incluidos inversionistas extranjeros, que ven en este tipo de entidades una garantía segura y moderna para realizar sus negocios.

- La mayor eficiencia
 - genera un incremento sustancial de las transacciones en el mercado
 - simplifica los procesos asociados al procesamiento de valores
 - posibilita la adopción de prácticas comerciales homogéneas
 - induce mejoras en la calidad, oportunidad y disponibilidad de la información

En este punto les cabe a los depósitos tal vez su mayor aporte al mercado: convertirse en un elemento multiplicador de las transacciones efectuadas, al facilitar de manera electrónica el registro de las mismas.

Esta mayor rotación de los valores induce mejoras en la eficiencia del mercado, la cual, además, se ve beneficiada por una simplificación y estandarización de las prácticas comerciales propiciadas por la operación de los depósitos, amén de la mayor información de que dispondrá el mercado como producto de la ampliación de las bases de datos que manejan estas entidades.

Estas ventajas representan oportunidad de negocios que, bien aprovechadas, repercuten en una administración de tesorería más eficiente y dinámica en su función de facilitar la liquidez del mercado, máxime cuando la gestión moderna de este centro de gestión implica una serie de responsabilidades que van más allá de una simple actividad operativa.

DETERMINANTES DE LA VOLATILIDAD
DE LA LIQUIDEZ DE CORTO PLAZO

Hernando José Gómez
Codirector de la junta directiva del Banco de la República
Se agradece la colaboración de Helena Gómez y Hernando Zuleta

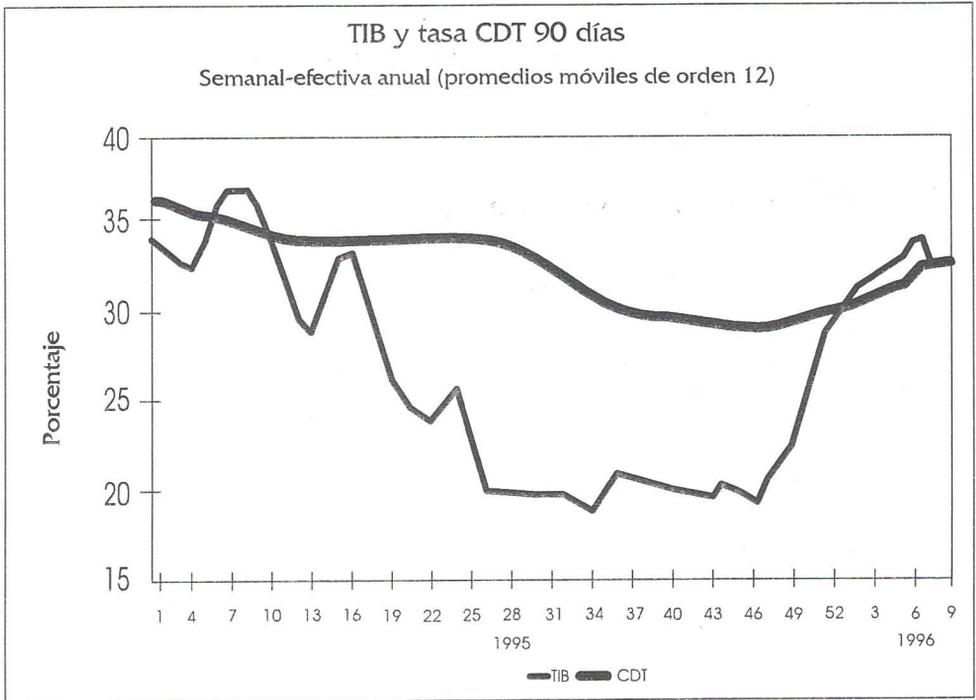
Principales factores que generan inestabilidad en la tasa interbancaria

Este trabajo se divide en tres partes. Inicialmente se habla sobre el comportamiento de la tasa interbancaria en los últimos años en Colombia. A renglón seguido se explica por qué el tema es relevante para el diseño de la política monetaria y el éxito de la política de estabilización. En la última parte, que concentra el grueso del trabajo, se analizan los diferentes elementos que influyen en la tasa interbancaria y se evaluarán algunas alternativas que ayudarían a favorecer la estabilización de la misma.

En el gráfico 1 se aprecia la evolución de la tasa interbancaria desde 1990. Allí es claro que la misma ha presentado oscilaciones importantes, concentrándose a final del año algunos de sus mayores picos; sin embargo, durante el año también se registran oscilaciones importantes. Empíricamente la variabilidad de la tasa interbancaria aumentó en los últimos tiempos, siendo su mayor varianza la observada en el segundo semestre de 1994 y el primer trimestre de 1995. En el período más reciente, con excepción del mes de diciembre del año pasado, se observa una mayor estabilidad en la misma.

La tasa interbancaria es un indicador del grado de liquidez inmediata del sistema financiero. En diversos trabajos se ha comprobado que un cambio de persistencia superior a una semana en la tasa interbancaria, con un rezago

Gráfico 2



Fuente: TIB Unidad Técnica, Banco de la República.
CDT bancos y corfinancieras. Banco de la República.
Información hasta semana 10 de 1996.

Existen dos maneras complementarias para reducir dicha variabilidad, la primera de las cuales se hace mediante intervenciones de ventanilla o de repos del banco central; esta intervención, si bien en la generalidad de los casos puede ser muy efectiva, tiene sus límites. En efecto, el banco central debe restringir el acceso al valor del colateral que puedan ofrecer las entidades financieras y, por otra parte, no puede permitir que este tipo de recursos se convierta en una fuente permanente de financiamiento, ya que se podría terminar financiando cartera con estos tipos de fondos de carácter eminentemente transitorio.

Por esta razón también es muy importante encontrar los factores de regulación de carácter institucional que puedan afectar las condiciones de

liquidez en la economía en forma indeseada y, en no pocas veces, inesperada. Por ello, si se pueden modificar estas fuentes de variabilidad, ganan tanto el sector financiero en la estabilidad de sus operaciones de tesorería, como el banco central en términos de control monetario y, en últimas, de la inflación.

POLÍTICA DE ENCAJES

Metodología de cómputo del encaje bisemanal

A pesar de que existen dos grupos para dividir el impacto del «cuadre» de la demanda por reserva, persisten períodos en los cuales se perciben déficit o excesos de recursos en el sistema, que aunque menos marcados que en el pasado, inciden sobre la volatilidad de la TIB. Probablemente ello se explica porque en épocas de tasas bajas el sistema tiende a realizar sobreencajes, de manera que una vez utilizado el *carry-over*, los intermediarios financieros tienen que elevar los niveles disponibles muy por encima del promedio que normalmente cubriría su demanda.

Es claro entonces que el *carry-over* sin límite entre una bisemana y la siguiente genera un encaje contable que hace que en ocasiones varíe bruscamente la demanda por reserva bancaria y, por ende, la tasa interbancaria. Por esto parece necesario estudiar la conveniencia de limitar el *carry-over*, incentivando así una demanda más uniforme por fondos.

Niveles diferenciales de encajes

Existen niveles diferenciales de encajes por tipo de pasivo. Así, las variaciones en la composición de los depósitos originan aumentos o reducciones en la demanda por reserva del sistema financiero, a pesar de que no existan cambios en la oferta de recursos. De igual manera, dado que la composición de los pasivos por tipo de intermediario financiero es diferente, flujos de recursos dentro del sistema generan cambios en la demanda que no repercuten en forma simétrica sobre cada uno de los agentes.

Lo anterior ha motivado a la junta del banco central a utilizar como uno de los principales criterios en la definición de la nueva estructura de encajes la

reducción en su dispersión al máximo posible. De este modo se evita que, por ejemplo, porque unos recursos salieran de una cuenta de depósitos fiduciarios e ingresaran a una cuenta oficial, en el camino se perdiera liquidez en un 30% del valor de la operación, que equivale a lo que era el diferencial de encaje entre estos dos tipos de depósito. Esto se ha complementado con una reducción al máximo en los depósitos de la tesorería en el Banco de la República, lo cual también ayuda a evitar contracciones indeseadas simplemente por un traslado de recursos mientras la tesorería efectúa los giros en el mes correspondiente.

En la actualidad la estructura del encaje marginal muestra que aún hay un importante camino por recorrer, especialmente en lo que se refiere a la disminución del encaje en cuenta corriente pública y oficial; sin embargo, con la expedición de la Resolución 4 del presente año la junta ha mostrado su intención de continuar con el proceso de igualación de los encajes promedios con los marginales en 21% para este tipo de depósitos.

Teóricamente se deberían minimizar las variaciones endógenas del encaje por el movimiento de recursos de unas cuentas a otras, señalando un solo nivel de encaje; no obstante, hay quienes argumentan que el encaje debe diferenciarse de acuerdo con la volatilidad y costo que los depósitos tengan para las entidades financieras. Sin embargo, aun aceptando este argumento, a nivel internacional la dispersión que se acepta para la estructura de encajes normalmente nunca supera los implícitos en la estructura de encajes marginales hoy en día vigentes en el país.

OPERACIONES DE TESORERÍA

Pese a que desde hace tres años el manejo financiero de la tesorería se ha modificado en forma sustancial, de manera que los saldos ociosos del gobierno en el Banco de la República se han reducido notablemente, persisten aún problemas derivados de sus operaciones.

1. Los recaudos de impuestos son efectuados a través de la red bancaria con base en un calendario tributario que concentra las consignaciones en

determinados períodos. Parece que normalmente estos recursos fluyen de las CAV y las fiduciarias hacia los bancos, lo cual reduce las disponibilidades de las dos primeras, generando «ruido» en el mercado. Este problema se podría evitar ampliando la red de entidades financieras que pueden recaudar impuestos.

2. Posteriormente, en promedio 22 días después del recaudo, el sistema bancario consigna en las cuentas de la tesorería en el Banco de la República dichos recursos (traslados), lo cual constituye una reducción de la liquidez del sistema.

Allí se podría plantear la posibilidad de que se pague una comisión por recaudo de impuestos y se trasladen los fondos en forma inmediata a las cuentas de la tesorería que no tendrían por qué ser las del Banco de la República, sino unas que podrían mantener en las mismas entidades financieras hasta cuando se decida su giro.

En el caso de que la tesorería realice de inmediato los pagos, aparentemente la liquidez debería retornar por completo al mercado; sin embargo, es de anotar que los giros de la tesorería se canalizan básicamente a través de tres bancos, los cuales presentan un desfase en el tiempo hasta el momento en que irrigan los recursos al sistema. Como resultado de lo anterior, en períodos en los cuales existen altos volúmenes de traslados se presentan déficit temporales de liquidez. Este problema debe irse corrigiendo con el tiempo, en la medida en que la baja en el encaje sobre los depósitos en cuenta corriente oficial los puede volver atractivos para la mayoría de las entidades bancarias.

En el caso de que no existan pagos inmediatos dentro de la programación de caja del gobierno, generalmente la tesorería coloca dichos recursos en inversiones de portafolio entre los intermediarios del sistema, lo cual reduce el impacto de los traslados en la liquidez; sin embargo, en el momento en que se redimen dichas inversiones, nuevamente la oferta de recursos se concentra entre los bancos oficiales, mediante los cuales se realizan los giros.

Financiamiento del gobierno a través de deuda interna

Las captaciones de TES del gobierno, especialmente por medio de inversiones convenidas y forzosas, generan «ruido» en el mercado, dado que su precio

no está determinado por la oferta y demanda del mercado sino a través de tasas administradas. Por ello, si las captaciones de TES del gobierno fueran fundamentalmente por subastas, esto permitiría a las entidades financieras competir vía tasa de interés por estos recursos, pero probablemente con un menor impacto sobre la misma, ya que no tendrían que salir a buscar en forma apresurada al mercado los fondos retirados.

POLÍTICA CAMBIARIA

El manejo de la tasa de cambio a través del sistema de bandas induce a modificaciones en la liquidez del mercado doméstico que responden a variaciones en la oferta y demanda de moneda extranjera, lo cual, dada la intervención del Banco de la República, genera fluctuaciones en la base monetaria induciendo variaciones en la TIB.

Naturalmente el Banco de la República, cuando ocurren expansiones o contracciones en razón de la intervención cambiaria, debe decidir si lo hace en forma esterilizada; esto significa que debe decidir si compensa el efecto monetario de su actividad cambiaria. Claro que esto dependerá de la percepción que se tenga en el momento respectivo de las condiciones macroeconómicas y expectativas de los agentes. En este sentido, si no hay razón para suponer que existe un cambio en la demanda por dinero, el emisor debería compensar su actividad en el mercado cambiario; sin embargo, si por ejemplo, hay nerviosismo en el mercado cambiario, lo que puede estar cambiando las preferencias de los agentes de pesos hacia dólares, no sería lógico en ese momento compensar vía cambios en la base monetaria la compra o venta de divisas.

ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO

Las tesorerías como centro de utilidades de las entidades financieras

En años recientes las tesorerías de los establecimientos de crédito se han convertido en un centro de utilidades, donde al menos parte del éxito de su actividad es medida con parámetros de rentabilidad. Esto naturalmente ha llevado a reducir al mínimo los saldos ociosos en las tesorerías. No obstante,

esto tiene como costo que ante cualquier evento inesperado en la liquidez de la economía, las tesorerías tienen un menor margen para acomodar cualquier faltante, especialmente cuando estos eventos influyen sobre todo el sistema, como puede ser, por ejemplo, un retraso en los giros de la Tesorería General de la Nación o una venta de divisas no esterilizada por parte del banco central. Sería interesante saber si estos costos se contabilizan también en el manejo de la tesorería.

Metas de crecimiento inflexibles

Otro problema en la cultura empresarial es que una vez que se fijan las metas de crecimiento de cartera del año, mientras a la vicepresidencia de crédito se la responsabiliza de alcanzar dicha meta, la vicepresidencia financiera debe conseguir los recursos necesarios para su financiamiento. En las etapas de excesivo crecimiento de la demanda agregada y la cartera, y cuando el banco central, preocupado por un recalentamiento de la economía, aprieta el crecimiento de los agregados monetarios, una descoordinación entre fuentes y usos de recursos puede generar una gran presión sobre las tesorerías de los establecimientos de crédito. El ejemplo típico es el del segundo semestre de 1994 y el primer semestre de 1995. Si bien la demanda por crédito continuaba creciendo a tasas superiores al 40%, la política monetaria tenía una postura más restrictiva y hacía cada vez más difícil conseguir el fondeo suficiente de recursos, ya que la base monetaria y los medios de pago crecían a tasas cercanas al 20% anual.

Si bien los demás tipos de depósitos –especialmente el CDT– resultaron muy dinámicos, fueron evidentes cada vez más la estrechez de la liquidez en la economía y la firmeza del banco central para mantener su meta de cartera, que el año anterior alcanzaron el 35%. En estas circunstancias la tentación es financiar colocaciones con recursos cada vez de más corto plazo, con la esperanza de que en unas pocas semanas la postura de la autoridad monetaria sea más laxa, y así mantener los crecimientos de cartera consistentes con la demanda y no con las metas de la junta directiva del Banco de la República. En este punto es claro que la credibilidad de la autoridad monetaria desempeña un papel importante. Si ésta ha demostrado que cumple con las metas monetarias que anuncia, será claro para el sistema hasta dónde podrá llegar el crecimiento de la cartera; sin

embargo, mientras se consolida dicha credibilidad podrán observarse en estas coyunturas oscilaciones fuertes en la tasa interbancaria. Así por ejemplo, si en 1995 muchas entidades dudaban de la decisión de la junta para alcanzar el 35% de crecimiento de la cartera, en el presente año la meta de 28 a 29% de cartera parece que ya es tomada con una mayor seriedad. Aquí también tiene que ver un problema de coordinación entre agentes en el mismo mercado. Una de las medidas típicas que las juntas directivas utilizan al analizar la evolución de los establecimientos de crédito es su participación en el mercado tanto de captaciones como de colocaciones. Si bien en períodos de normalidad este puede ser un buen indicador de éxito o fracaso de una gestión, en momentos de recalentamiento de la economía sólo llevan a efectuar préstamos con mayores riesgos y muy probablemente con un fondeo costoso e incierto si el banco central está realizando una política contracíclica.

CONCLUSIONES

Ha sido propósito del Banco de la República reducir la excesiva volatilidad del mercado interbancario. A ello han contribuido decisiones como la de dividir en dos grupos a las entidades financieras para efectos de la contabilización bisemanal del encaje. Así mismo, decisiones como la de minimizar los depósitos de la tesorería en su cuenta corriente del Banco de la República y obligarla a actuar como cualquier otro agente en el mercado, también han favorecido la estabilidad de los fondos en el mercado interbancario.

Por último, los avances logrados en la reducción de la dispersión de los encajes será también otra fuente de creciente estabilidad en la liquidez de corto plazo. Así mismo, el Banco de la República ha reducido su rango de intervención en el mercado, lo cual contribuye a lo mismo.

Otros factores que resultarán fundamentales en un futuro para el logro de este propósito serán un estricto cumplimiento y el conocimiento previo en el programa de pagos de la tesorería. Todo lo anterior redundará finalmente en menores oscilaciones indeseadas en la estructura de tasas de interés y, por ende, en el cumplimiento de las metas monetarias del banco central, lo cual permitirá hacer más predecible la evolución de la liquidez y, por tanto, más estable en el corto plazo el mercado monetario.

Amanda García Bolívar
Subgerente de Análisis Económico de la Asobancaria

Durante la última década el mercado monetario se ha convertido en un espacio fundamental para el desarrollo del negocio financiero. El manejo de las tesorerías ha ganado profesionalismo y profundidad, en la medida en que los intermediarios financieros han evolucionado en la gestión de sus recursos de corto plazo, buscando conquistar un nuevo mercado, a la vez que atienden sus requisitos de liquidez.

No obstante, ese proceso no ha sido fácil. Durante los últimos tres años la Asobancaria manifestó en numerosas ocasiones la necesidad de que las autoridades monetarias intervinieran en el mercado de dinero, con el fin de favorecer una mayor estabilidad en el comportamiento de la tasa interbancaria. Hoy se puede mirar hacia atrás para comprobar que en el último año se han logrado avances importantes en ese sentido.

Es necesario, además, plantear una nueva agenda de trabajo común entre las autoridades económicas y los agentes del mercado monetario, que permita superar los innumerables problemas que aún sobreviven.

Este documento retoma la problemática del mercado monetario¹ y propone aspectos de discusión sobre los que, a consideración de la Asobancaria,

1. Este documento complementa aquel presentado en el XIV Simposio del Mercado de Capitales. Véase A. García y M. García, *La política monetaria y los desajustes de corto plazo en las entidades financieras. 1990-1994*. Medellín, 10 y 11 de noviembre de 1994.

deberían concentrarse los nuevos esfuerzos. La primera parte presenta algunos comentarios acerca de la naturaleza teórica y práctica de los intermediarios financieros y su relación con el manejo de la liquidez; la segunda sintetiza los principales cambios del manejo monetario durante el último año, que han redundado en una mayor estabilidad del mercado de dinero; la tercera revisa algunos aspectos del actual funcionamiento de este mercado, cuya superación podría permitir una mejor formación de sus precios.

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y EL PAPEL DE LA LIQUIDEZ

El manejo de la liquidez en los intermediarios financieros está estrechamente relacionado con su razón de ser. En el pasado la atención de la teoría económica en la función de los intermediarios financieros se centraba en el papel del sistema bancario como productor de moneda, en un mundo en el cual se dejaban de lado la incertidumbre, los costos de transacción, las asimetrías de información y todas las imperfecciones que determinan la naturaleza de los mercados y que justifican la existencia misma de los intermediarios financieros.

Los desarrollos recientes, que parten de la aplicación de la teoría de la información, presentan a los intermediarios financieros como una solución al problema de la disparidad informativa entre los demandantes y oferentes de recursos; esto permite el funcionamiento del sistema de pagos y hace que la colocación de los recursos se resuelva más eficientemente de lo que se lograría con una multiplicidad de relaciones bilaterales de crédito directo².

Desde esta perspectiva, la especificidad de los intermediarios financieros se aparta de su función estrictamente monetaria y se identifican otras funciones que sustentan la separación de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. En un mercado perfecto, las unidades deficitarias podrían financiarse completamente a través de la colocación directa de

2. Véase Bathacharya and Thakor, «Contemporary Banking Theory», en *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 3, No. 1, octubre de 1993.

títulos, pero como esa perfección no existe y hay costos de transacción, tienden a desarrollarse instituciones que permiten a los agentes deficitarios y excedentarios realizar contratos de crédito a menores costos que si lo hicieran directamente.

Los costos de transacción surge precisamente de la imperfecta divisibilidad de los pasivos financieros; mientras mayor sea ese fraccionamiento, más costoso resultará su cubrimiento. Las entidades financieras aprovechan la existencia de economías de escala al reunir una amplia gama de demandantes, oferentes e instrumentos financieros, para reducir los costos por unidad de recursos intermediada³.

Las entidades financieras presentan también economías de producción conjunta. Además de los costos de transacción, la movilización de recursos de crédito implica costos de información; las unidades excedentarias, por ejemplo, deben realizar procesos de *monitoring* y *signalling*, tales como evaluar la viabilidad de los proyectos que deben financiarse y la honestidad de los clientes, hacer un seguimiento de los proyectos actualmente financiados, adoptar las medidas necesarias para protegerse de las probables quiebras de las unidades receptoras de recursos, etc. Los intermediarios financieros logran una reducción de estos costos, dados los volúmenes de recursos movilizados y la especialización que adquieren en la realización de esas tareas⁴.

Las entidades financieras realizan también una transformación cualitativa de los recursos en la medida en que la liquidez de sus pasivos es mucho mayor que la de los activos. Esta ventaja está asociada con la ley de los grandes números y con el manejo de la estructura del portafolio. Las entidades financieras agrupan multitud de recursos fraccionados para destinarlos, en

3. Véanse D.W. Diamond, «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», en *Review of Economic Studies*, julio de 1984; D. Gale y M. Helwig, «Incentive Compatible Debt Contracts: The One Period Problem», en *Review of Economics Studies*, julio de 1985.

4. Véanse, por ejemplo, H.E. Leland y D.H. Pyle, «Informational Asymetries, Financial Structure and Financial Intermediation», en *Journal of Finance*, mayo de 1977; S. Williamson, «Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing», en *Journal of Monetary Economics*, octubre de 1986.

bloque, a diversos proyectos de inversión. Además, asignan un precio al riesgo y diseñan los instrumentos para reducirlo.

La transformación cualitativa y cuantitativa de los recursos hace que las entidades financieras asuman el riesgo de liquidez de la economía. A nivel macroeconómico, este problema está asociado con el *trade off* entre rentabilidad y liquidez. Las unidades excedentarias pueden favorecer proyectos de inversión, pero de hacerlo directamente podrían enfrentar un problema de liquidez. La imposibilidad técnica o práctica de convertir las inversiones para disponer de recursos líquidos se origina en el hecho de que los agentes no tienen certidumbre sobre cuándo y cuánto deben consumir, y puede generar costos pecuniarios en la medida en que los inversionistas se vean forzados a liquidar su inversión antes de que finalice el proceso productivo; en esta circunstancia se afectaría la rentabilidad de la inversión y, muy probablemente, la premura de la venta de los activos deprimiría el precio. Por esto los agentes recurren a contratos financieros que les garanticen su liquidez. Dado que hay un problema de información privada sobre la inversión de los agentes, es imposible suscribir contratos de aseguración sin un mecanismo de flujo de información y las entidades financieras son las especializadas en ese tipo de servicio porque ofrecen activos ilíquidos, en contrapartida de los pasivos líquidos que reciben⁵.

La asunción del manejo de la liquidez es, de acuerdo con los argumentos anteriores, una de las funciones primordiales de los intermediarios financieros (papel macroeconómico); sin embargo, debe existir una instancia que maneje la liquidez de las empresas que proveen de liquidez a los demás agentes económicos: esas son las tesorerías. Estas unidades enfrentan la responsabilidad de maximizar la rentabilidad que se puede obtener sobre los recursos de corto plazo, con la restricción de responder las necesidades de recursos líquidos de la entidad.

5. El problema es que este tipo de contratos puede tener dos clases de equilibrio, dependiendo de si hay o no un *optimal risk sharing* entre depositantes; éste se pierde en el caso de un pánico y por ello es necesaria la existencia de un banco central como parte de los mecanismos de aseguración de los depósitos (*Last Resort*). Véase Diamond and Dívig, «Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity», *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983.

Existe un alto grado de incertidumbre sobre la evolución de esos recursos de corto plazo y sobre las necesidades de liquidez. Esto porque las entidades no pueden conocer previamente y con certeza el comportamiento de sus depositantes ni de los demandantes de crédito, tampoco pueden prever completamente las acciones de las autoridades económicas en términos del manejo de la liquidez (en el caso colombiano este problema se hace particularmente grave, dada la exagerada inestabilidad de la política monetaria). Estos y otros elementos hacen que la labor de las tesorerías se desarrolle en un ambiente particularmente incierto y que su panorama se modifique con extrema frecuencia.

La labor de las tesorerías se puede concretar en dos aspectos centrales: a) la búsqueda de recursos de corto plazo para compensar movimientos inesperados en las captaciones y/o en la demanda de crédito de los clientes de la entidad en cuestión (dentro de la cual puede incluirse el cumplimiento de la obligación de encaje); b) la colocación de los recursos excedentarios en el corto plazo para minimizar su costo de oportunidad. La racionalidad común de esas labores se traduce en una permanente gestión financiera de los recursos de corto plazo, que busca cumplir con todas las obligaciones y maximizar los rendimientos. Para tales fines, las tesorerías realizan operaciones mediante CDT con grandes clientes, fondeos, repos, compraventa de títulos, *forwards* sobre monedas, opciones, interbancarios, etcétera.

LA LIQUIDEZ Y SU VOLATILIDAD: LOS CAMBIOS RECIENTES

Los esfuerzos de medición de la liquidez y de su volatilidad se sitúan en un terreno muy árido y el análisis de su comportamiento puede realizarse sólo de manera aproximada: el dinamismo permanente de la actividad financiera, dentro del cual los recursos monetarios asumen formas ilíquidas o líquidas, hace difícil tratar de establecer un indicador agregado de los recursos bajo esta última forma; además, no existe información permanente, desagregada y sistematizada que permita realizar un seguimiento de los movimientos de la liquidez

Existen algunos movimientos identificables –pero no necesariamente predecibles en forma cuantitativa– que afectan el comportamiento de la liquidez de corto plazo. Éstos se pueden clasificar en dos grupos: a) aquellos que resultan de las decisiones y la mecánica de los instrumentos de la política monetaria; b) aquellos que obedecen al comportamiento de los depósitos y exigibilidades de las entidades financieras y que surgen de decisiones de los ahorradores individuales e institucionales. En este caso se toman en consideración aquellos relacionados con la política monetaria y que provienen de los movimientos de los servicios de recaudo. La parte correspondiente a movimientos en las captaciones o las colocaciones no es considerada.

La forma más adecuada para tratar de dimensionar el impacto de esos movimientos sobre las disponibilidades líquidas, dadas las restricciones de apreciación ya mencionadas, es evaluando el comportamiento de la tasa interbancaria diaria. Esta tasa refleja con un alto nivel de sensibilidad el equilibrio o desequilibrio entre la oferta y la demanda de recursos líquidos, aunque incorpora sólo uno de los precios de los instrumentos usados en las tesorerías⁶.

En los casos en que el sistema prevea que se presentarán crisis de liquidez, y durante las mismas, incrementará el uso de uno u otro instrumento, dependiendo de las expectativas de su duración. En primera instancia, las unidades deficitarias pueden aumentar el flujo de recursos mediante los instrumentos más flexibles, como los interbancarios o los repos. Cuando la duración de la crisis o las expectativas con respecto a su duración se prolongan, caso en el cual los recursos obtenidos en el interbancario suelen hacerse demasiado costosos, las entidades recurren a otros expedientes como la venta de divisas, el incremento de captaciones mediante CDT y/o su liquidación en el mercado secundario.

6. La inestabilidad de la política monetaria y en particular las permanentes modificaciones en los niveles y estructura de los encajes y en su fórmula de cómputo hacen muy difícil tratar de modelar el comportamiento de la tasa interbancaria. Esto, porque generan problemas de inestabilidad en los parámetros. Véase García y García, *op. cit.*, nota 1, 1994.

Mecanismos de transmisión de la política monetaria

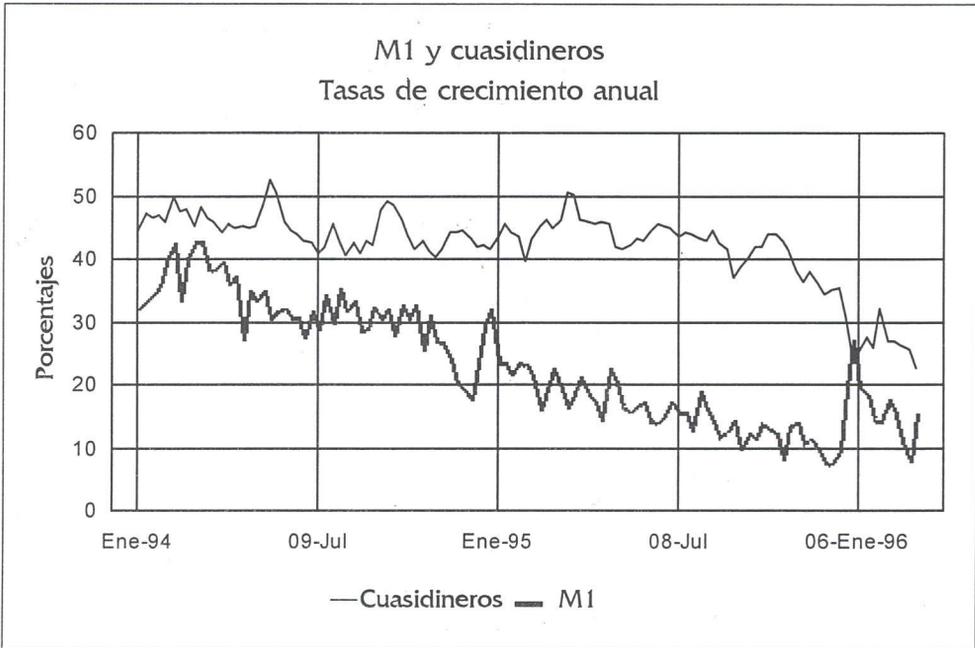
Tal vez el elemento más importante en la determinación de la volatilidad de la liquidez de corto plazo es el relacionado con el diseño de la política monetaria y, por tanto, con la forma como actúan sus mecanismos de transmisión.

Las características de cada sistema de pagos, la meta intermedia de política monetaria (tasas de interés, M1, M2, M3, etc.) y el paquete de los instrumentos de esa política (encajes, OMA, repos, etc.), entre otros elementos, determinarán la forma y los canales a través de los cuales el banco central interviene en el mercado y afecta la evolución de las condiciones de liquidez.

La política monetaria en Colombia se ha caracterizado por un altísimo grado de inestabilidad: en lo corrido de la década del noventa las autoridades han dado muchos giros en «U», con respecto al instrumento de control monetario. El descalabro de 1991 resultó de un excesivo incremento en la rentabilidad de los títulos del Banco de la República (que vino acompañado de la aplicación de un encaje marginal del 100%); a finales de ese año se redujo la rentabilidad de las OMA y en el primer trimestre del año siguiente se estableció un control sobre las tasas de interés; a comienzos de 1994 el Banco de la República consideró que la cantidad de dinero en circulación era de nuevo la variable que había que controlar y empezó a aplicar desde entonces una política restrictiva sobre el crecimiento de la oferta monetaria, que a la postre y dados otros problemas de coordinación macroeconómica con la política fiscal, redundaría en el establecimiento de nuevos topes a las tasas de interés, hacia junio de 1995.

Durante 1996, las autoridades monetarias mantendrán oprimido el freno sobre el crecimiento de los principales agregados monetarios. Esto porque, en primer lugar, permanecen los problemas de gasto público; en segundo término, porque la misión del Fondo Monetario Internacional hizo recomendaciones expresas en ese sentido y, en tercer lugar, porque el mantenimiento de las actuales condiciones cambiarias implica una compra permanente de pesos por parte del Banco de la República. En últimas, el

Gráfico 1



objetivo fundamental es reducir el ritmo de inflación, desacelerando el crecimiento de la demanda agregada.

Como se puede observar en el gráfico 1, la política monetaria contraccionista se verifica en el menor ritmo de crecimiento de la oferta monetaria y en la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los cuasidineros, cuyo objetivo también es favorecer el control de la demanda agregada (para controlar el crecimiento de los precios) mediante una mayor desaceleración en el ritmo de crecimiento de la cartera.

Desde principios de 1995, el Banco de la República ha tratado de compensar el efecto de las menores disponibilidades líquidas y de favorecer la eficacia de la política monetaria, modificando los niveles y estructura de los encajes (sobre cuentas corrientes y CDT), y la fórmula de cómputo del mismo, y participando activamente en la provisión de recursos líquidos de muy corto plazo en el mercado interbancario.

Los niveles del encaje y la fórmula de cómputo

La política de encajes en Colombia se ha caracterizado por un altísimo nivel de inestabilidad; ese instrumento se modifica con excesiva frecuencia ya que suele apelarse a él para absorber excesos de liquidez de corto plazo; esto hace particularmente difícil la planeación del negocio financiero e incrementa sus costos. Sólo hasta 1995 las autoridades monetarias iniciaron un proceso de homogeneización de los encajes, aunque preservando su frecuente modificación (cuadro 1).

Cuadro 1

| Evolución del encaje bancario | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|-------|----------|----------|------------|------------|------------|------|------|--------------|-------------|
| | 1974 | 1980 | 1985 | 1990 | 1991* | 1992 | 1993 | 1994 | 1995** | 1996*** |
| Cta. cte. oficial | 45,5 | 80 | 60 | 53,5 | 70+mrg | 70 | 70 | 70 | 40 (95%)+mrg | 36(95%)+mrg |
| Cta. cte. part. | 35,0 | 45 | 43 | 34,5 | 41+mrg | 41 | 41 | 41 | 40 (93%)+mrg | 36(93%)+mrg |
| CDT 6 meses | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 3 | 3 | 3+mrg | 5+mrg |
| CDT 6-12 meses | 10 | 10-6 | 10-6 | 10, 2,5, 6 | 10, 2,5, 6 | 5 | 2 | 2 | 2+mrg | 5 |
| CDT 12 meses | | 3 | 3, 10 | 10,6,1 | 10,6,1 | 5 | 1 | 1 | 1+mrg | 5 |
| Ahorro | 20,12 | 20, 9, 3 | 30, 9, 3 | 31,9,1 | 16,5,9,1 | 16,5, 9, 5 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Interbancarios | | | | 10 | 10 | 10 | | | | |

Fuente: Banco de la República.

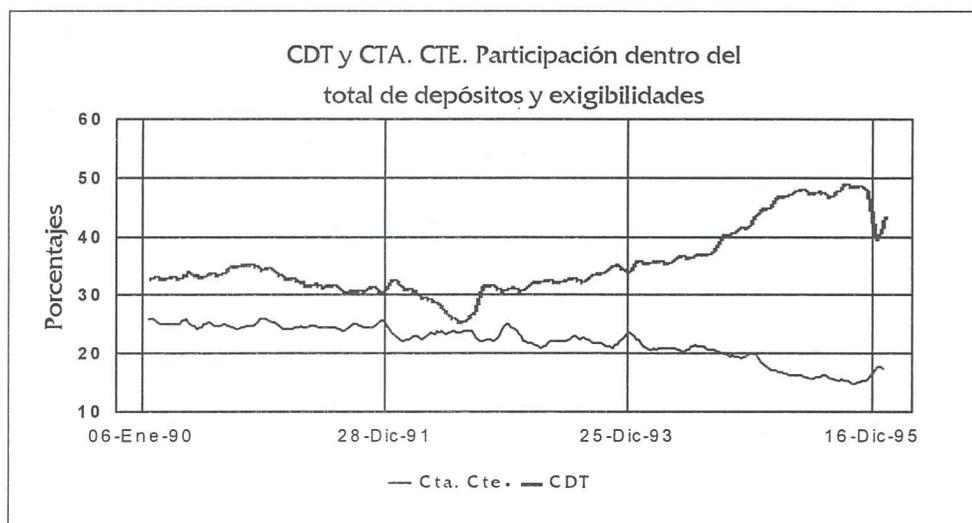
* Marginal del 100%, aplicado sobre todos los depósitos y exigibilidades, exceptuando las CAV

** Marginal del 21% sobre cuentas corrientes, del 10% sobre CDT a menos de seis meses y de 5% sobre captaciones mediante CDT a plazos superiores a los seis meses.

*** Marginal del 21% sobre cuentas corrientes y de 10% sobre CDT a menos de seis meses.

Los incrementos en los encajes hacen que, en el mediano plazo, las entidades traten de modificar la estructura de su portafolio, en favor de aquellos instrumentos que tienen una menor carga cuasifiscal. Las autoridades monetarias han reconocido ese fenómeno, que dio lugar a una pérdida de eficiencia en su política y por ello iniciaron un proceso de homogeneización en la estructura de los encajes. Estos cambios se concretan en una disminución de aquel aplicado sobre los depósitos en cuenta corriente y un importante incremento en el encaje sobre los CDT.

Gráfico 2



La primera modificación de los encajes durante 1995 se introdujo mediante el establecimiento de encajes marginales; sin embargo, el comportamiento descendente de las cuentas corrientes no permitió que se diera una liberación efectiva de recursos mediante ese expediente. El encaje marginal sobre CDT, superior a los encajes ordinarios, se tradujo en una desaceleración en el ritmo de crecimiento de esas captaciones.

En noviembre de 1995 se decidió reducir en forma importante el encaje ordinario aplicado sobre las cuentas corrientes oficiales y se estableció que los encajes sobre captaciones mediante CDT se incrementarían progresivamente hasta un nivel del 5% a partir de la primera semana de marzo de 1996.

De acuerdo con los cálculos de la Asobancaria, el descenso de los encajes sobre cuentas corrientes en diciembre de 1995 liberó alrededor de \$28 mil millones que serían compensados posteriormente con el incremento en el encaje aplicado sobre los CDT (se congeló un monto similar de recursos). Aunque el efecto neto parece ser nulo, dada la compensación entre montos, la oportunidad con la cual se liberaron los recursos de cuenta corriente inyectó recursos al sistema, liberando presión sobre la tasa interbancaria.

En el gráfico 2 se registran las modificaciones en las participaciones dentro del total de depósitos y exigibilidades del sistema financiero, de los depósitos en cuenta corriente y los CDT. Los cambios en el encaje han tratado de recomponer esas participaciones.

Por otra parte, en abril de 1995 se modificó la forma como las entidades financieras cumplen con el requisito de encaje: se mantuvo en el encaje bisemanal, pero se crearon dos grupos que alternan un jueves de por medio para cumplir con esa obligación. Este cambio se tradujo en una mayor estabilidad de la tasa interbancaria, alterando sus estacionalidades diarias.

En el gráfico 3 se presenta el comportamiento de la tasa diaria interbancaria efectiva anual entre 1989 y lo corrido de 1996. Los grandes cambios en esa evolución están relacionados con los cambios realizados en diciembre de 1992 (que se analizaron a fondo en el estudio citado de García y García, 1994) y en abril de 1995 (dos grupos y participación del Banco de la República).

En el gráfico 4 se muestra el resultado de esos cambios sobre las variaciones diarias de la tasa, agrupados para los períodos 90-92 y 93-95. En promedio, se ganó estabilidad en los días lunes, martes y viernes (una menor varianza respecto a 0), mientras que el miércoles y el jueves presentan una mayor tasa de descenso que en el período inicial; sin embargo, este último efecto es compensado por la mayor estabilidad de los otros días: en promedio semanal, la tasa interbancaria crecía 11,8% entre 1990 y 1992; ese porcentaje descendió a 4,18% entre 1993 y 1995.

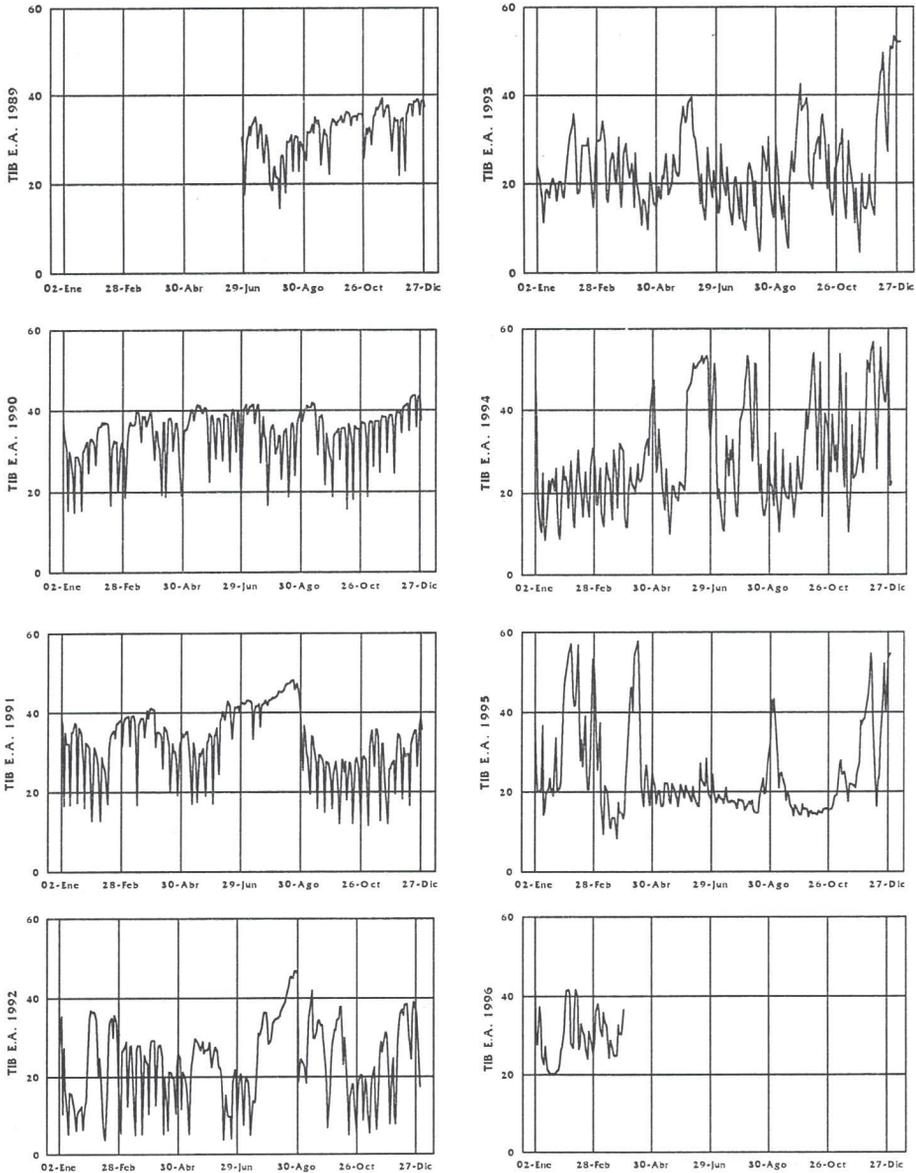
Las operaciones de mercado abierto y las operaciones repo

Uno de los cambios más importantes en el escenario de la política monetaria, que se refleja sobre la volatilidad de la liquidez, es el relacionado con la forma, oportunidad, plazos y tasas de las operaciones de mercado abierto y de las operaciones repo.

Como se mencionó anteriormente, el Banco de la República ha modificado en forma importante su participación en el mercado de dinero, para tratar de compensar la restricción monetaria ejercida a través del crecimiento de los

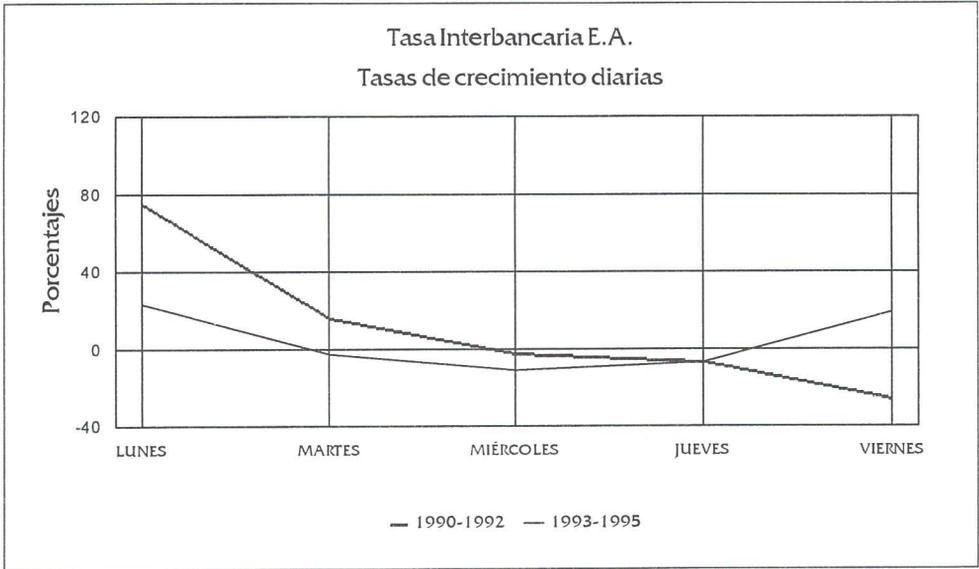
Gráfico 3

Tasa interbancaria efectiva anual 1989-1996



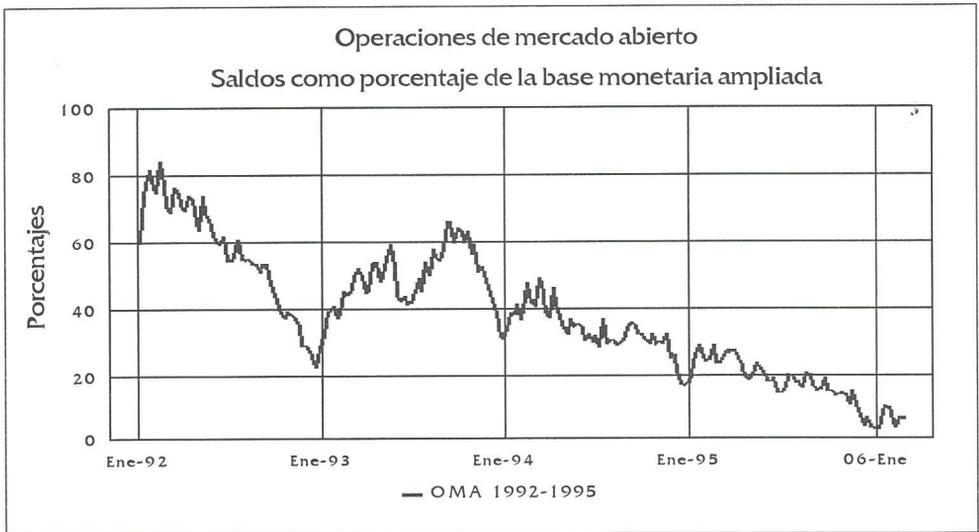
Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

Gráfico 4



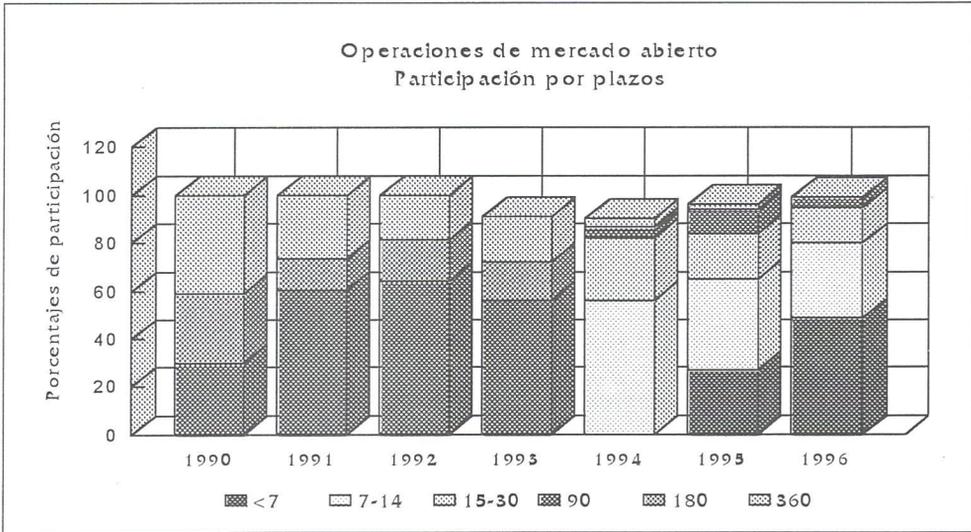
agregados monetarios. En primer lugar, el saldo de las operaciones de mercado abierto se ha reducido en forma muy importante; expresado como porcentaje de la base, ese saldo bajó del 63% en septiembre de 1993 a apenas un 6% en diciembre de 1995 (gráfico 5).

Gráfico 5



En segundo lugar, las operaciones de mercado abierto se han concentrado en el muy corto plazo. Entre 1990 y 1993 casi el 100% de las operaciones se realizaban a más de 90 días; en 1994 se introdujeron aquellas entre 7-14 y 15-30 días y en 1995 se empezaron a realizar en plazos inferiores a los siete días. Durante 1995 el 84% de los títulos de participación se colocó a menos de 30 días (gráfico 6).

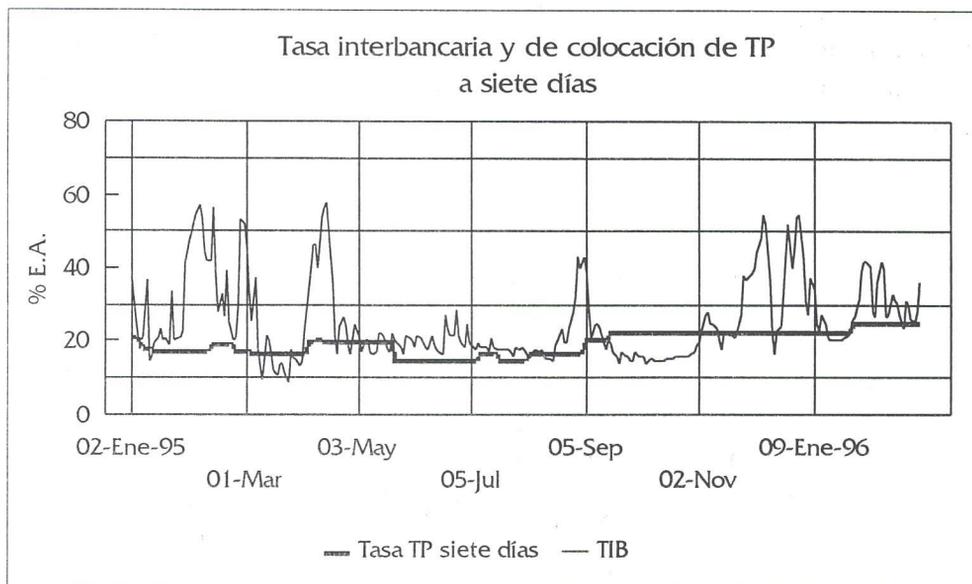
Gráfico 6



Esta estructura de plazos, y en particular la colocación de títulos de participación a menos de siete días, ha establecido un piso a la tasa de rentabilidad de los recursos a la vista. Al evitar descensos exagerados en la rentabilidad de los recursos líquidos, se impiden potenciales crisis de liquidez; esto, porque cuando la tasa a la vista desciende demasiado, las inversiones se realizan en títulos más rentables, pero con un mayor plazo de vencimiento (gráfico 7).

Al impedir incrementos exagerados y sostenidos de la tasa interbancaria, se evitan también aumentos en las tasas de los instrumentos a plazo; este resultado es benéfico para la actividad económica dado que la causalidad entre esas dos tasas se da en un solo sentido. Cuando la interbancaria permanece alta durante un tiempo prolongado (por ejemplo, 56% efectivo anual en junio de 1994) genera incrementos en la tasa pasiva (de entre tres

Gráfico 7



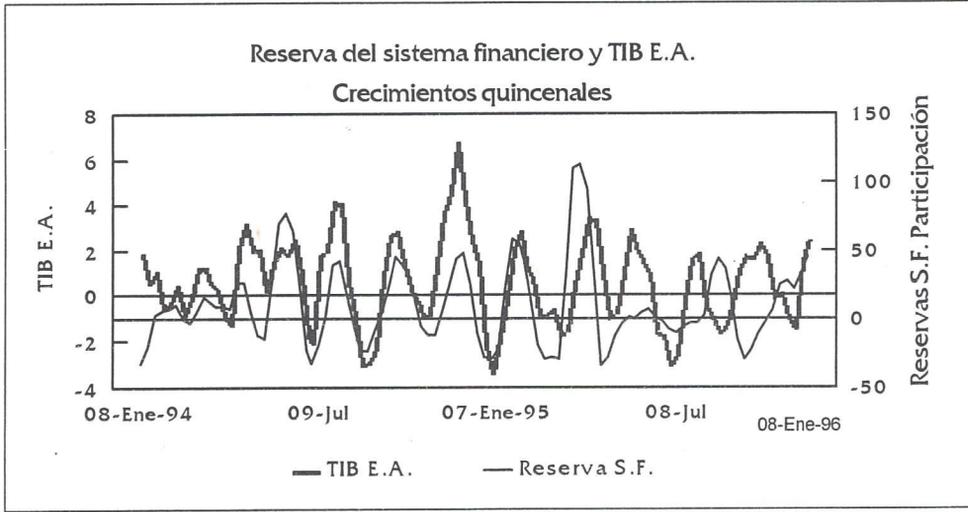
y cuatro puntos en igual fecha), sin que ello implique que esta última descenderá una vez que se normalice la situación en el mercado interbancario.

La activación de las operaciones repo también ha favorecido la estabilidad de la tasa interbancaria; cuando la tasa de los recursos a la vista se incrementa en forma exagerada, el Banco de la República realiza operaciones de recompra de títulos, inyectando liquidez a corto plazo en el sistema. Los aspectos operativos de esta participación, tales como los mecanismos de comunicación entre las entidades financieras y el banco central, y la eliminación de restricciones para la realización de operaciones con el mismo, han favorecido el acceso a dichos recursos. Hasta diciembre de 1995, únicamente las entidades que mantuvieran títulos desmaterializados en el DCV podían acceder a los recursos colocados por el Banco de la República mediante operaciones repo.

El impacto de este tipo de intervención se refleja en un cambio en la relación entre los crecimientos quincenales de la reserva del sistema financiero y de la tasa interbancaria. Hasta el primer trimestre de 1995 los incrementos de

la reserva se traducían en movimientos en igual sentido de la tasa interbancaria; por el contrario, desde esa fecha y hasta diciembre de 1995, esa relación tiende a ser inversa. Este fenómeno puede estar captando el efecto de compensación que sobre el mercado a la vista genera la participación del Banco de la República (gráfico 8).

Gráfico 8



LÍMITES DE LA PARTICIPACIÓN DEL BANCO CENTRAL: UNA NUEVA AGENDA

Todos los elementos antes mencionados han amortiguado buena parte del efecto de los desequilibrios entre la oferta y la demanda de recursos de corto plazo sobre el comportamiento de la tasa interbancaria. Sin embargo, esta participación no debe ni tiene por qué ser la panacea para la estabilidad de dicho precio.

En primer lugar, el banco central actúa en el mercado de dinero a través del envío de señales de precio: trata de ofrecer opciones alternativas en los momentos en que la tasa interbancaria tiende a ser extremadamente baja o alta. No obstante, el banco central no puede establecer una banda fija para la oscilación de la tasa interbancaria ya que ello puede ir en contravía de sus objetivos de control de la oferta monetaria; además, el banco enfrentaría un

problema de selección adversa porque su intervención en el mercado perdería el carácter de transitoriedad, en detrimento de la competencia del mismo.

La inestabilidad del mercado interbancario está atada a diversos problemas cuya superación supone la coordinación y cooperación entre las autoridades monetarias y los agentes del mercado.

Continuidad en la homogeneización y disminución de los encajes

Si bien es cierto que durante el último año se ha registrado un esfuerzo importante por parte de las autoridades monetarias en el sentido de homogeneizar la estructura de encajes, es necesario afinar ese proceso. En primer lugar, porque la forma como se está efectuando ha afectado la rentabilidad de aquellas entidades cuyas captaciones se concentran en los CDT. En segundo lugar, porque no son claros los criterios con base en los cuales el Banco de la República define el nivel promedio hacia el cual debe tender el encaje en Colombia.

Heterogeneidad de encajes, servicios de recaudo y su concentración

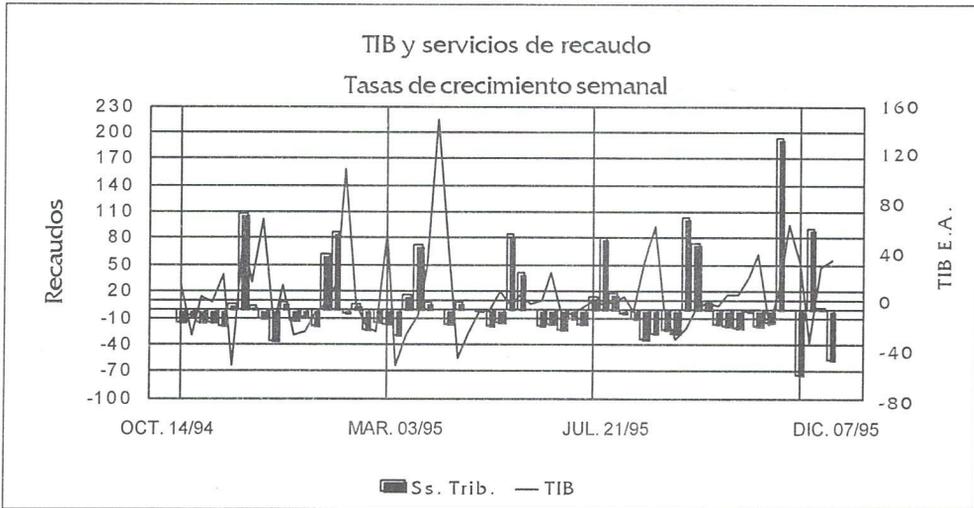
Los movimientos de los servicios de recaudo afectan las disponibilidades líquidas del sistema por dos vías:

En primer lugar, a través de la estructura heterogénea de encajes: el movimiento de esos recursos entre instrumentos diferentes, con niveles muy disímiles de encaje, hace que la reserva del sistema se vea afectada, sin que ello corresponda a cambios efectivos en los niveles y estructura de los encajes.

En segundo lugar, el impacto de estos movimientos sobre las disponibilidades líquidas de todo el sistema se magnifica por el alto grado de concentración en el recaudo de impuestos. Los indicadores de concentración CR10 y CR5 (participación dentro del total de las diez y cinco empresas con mayor participación en el total de los servicios de recaudo) indican que tan sólo cinco entidades realizan el 80% de esas operaciones. Entre esas cinco se encuentran tres de las entidades financieras con mayor participación en el total de los activos del sistema.

Estas características, aunadas al alto nivel de heterogeneidad de las entidades participantes en el mercado interbancario y al tamaño del mismo, hacen que las deficiencias de liquidez de las entidades grandes afecten en forma importante la tasa del mercado (gráfico 9).

Gráfico 9

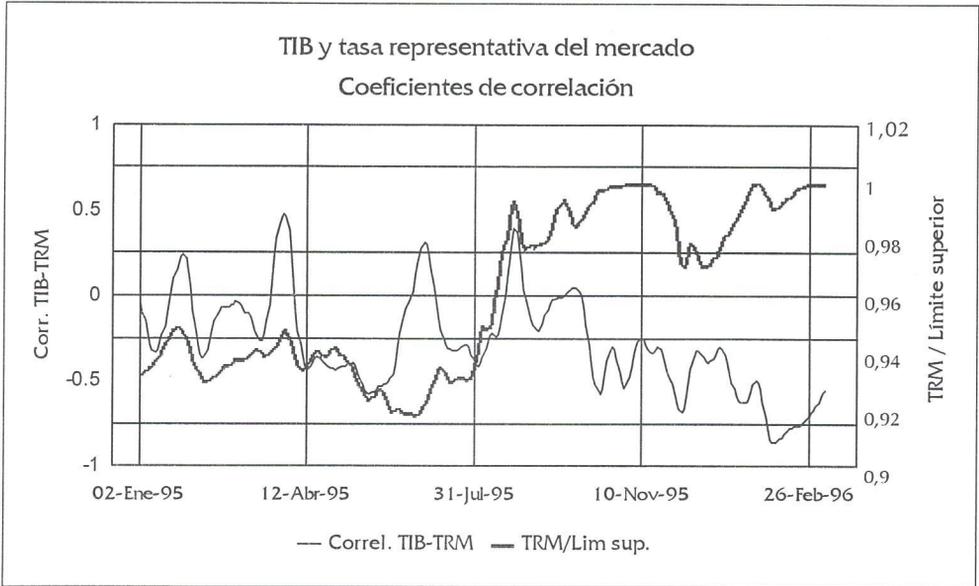


Relación entre los mercados peso-peso y peso-dólar

Existe una relación muy estrecha entre el comportamiento de estos dos mercados. En el gráfico 10 se muestra la relación entre la tasa de crecimiento diaria de la tasa interbancaria y la variación diaria de la tasa de cambio promedio de las divisas interbancarias; sin embargo, estadísticamente no se pudo identificar con certeza una relación de causalidad.

Estos resultados podrían sugerir que los precios de estos dos mercados se retroalimentan, es decir, que en oportunidades una mayor tasa interbancaria puede dar lugar a un incremento de la tasa de cambio promedio de las divisas interbancarias y viceversa. Esta relación está guiada por la rentabilidad relativa de los dos mercados. Las entidades financieras pueden moverse entre uno y otro mercados en la búsqueda de recursos para compensar sus faltantes de liquidez o para obtener una mayor rentabilidad relativa, dado un incremento de la tasa interbancaria (vendiendo divisas en ambos casos);

Gráfico 10



también puede ocurrir que se vendan pesos para favorecerse del incremento en la rentabilidad de la tasa de cambio.

Mecanismos electrónicos de transacciones

Un factor de fundamental importancia para la compensación de la inestabilidad en las disponibilidades líquidas del sistema es el relacionado con la forma como se realizan las operaciones del mercado de dinero. En el caso colombiano la gran mayoría de estas transacciones aún se realizan por vía telefónica, lo que va en detrimento de la fluidez de la información.

Aunque el uso de mecanismos electrónicos no es la condición suficiente para que se supere la gran inestabilidad de la interbancaria, sí es una condición necesaria. La fragmentación de la información impide la convergencia de los precios, aunque la interbancaria tiene una media relativamente sólida, y facilita la manipulación del mercado.

MANEJO DE PORTAFOLIOS DE RENTA
FIJA Y TASAS DE MERCADO:

La experiencia española

Antonio Páramo Neira
Socio y director de KPMG, Peat Marwick (España)

Con esta introducción se pretende aclarar la definición tradicional de renta fija, identificar los principales participantes en la misma y los distintos perfiles de inversor comúnmente definidos en España, destacando el carácter marcadamente conservador del inversor español, ya que el año pasado sólo 2,3 de cada cien pesetas invertidas en fondos se dirigieron al mercado de renta variable y 2,10 a mercados extranjeros (cuadro 1).

Cuadro 1

| Patrimonio de los fondos de inversión a 31-12-95 (en millones de ptas.) | | |
|--|------------|--------------------|
| | Importe | % sobre patrimonio |
| Patrimonio | 12.193.120 | 100,00 |
| Liquidez | 611.220 | 5,01 |
| Inversiones de cartera | 11.529.862 | 94,56 |
| Cartera interior | 11.273.620 | 92,46 |
| - Renta fija pública | 10.484.183 | 85,98 |
| - Renta fija privada | 508.735 | 4,18 |
| - Renta variable | 280.702 | 2,30 |
| Cartera exterior | 256.242 | 2,10 |
| Saldo neto (deudores-acreedores) | 52.038 | 0,43 |

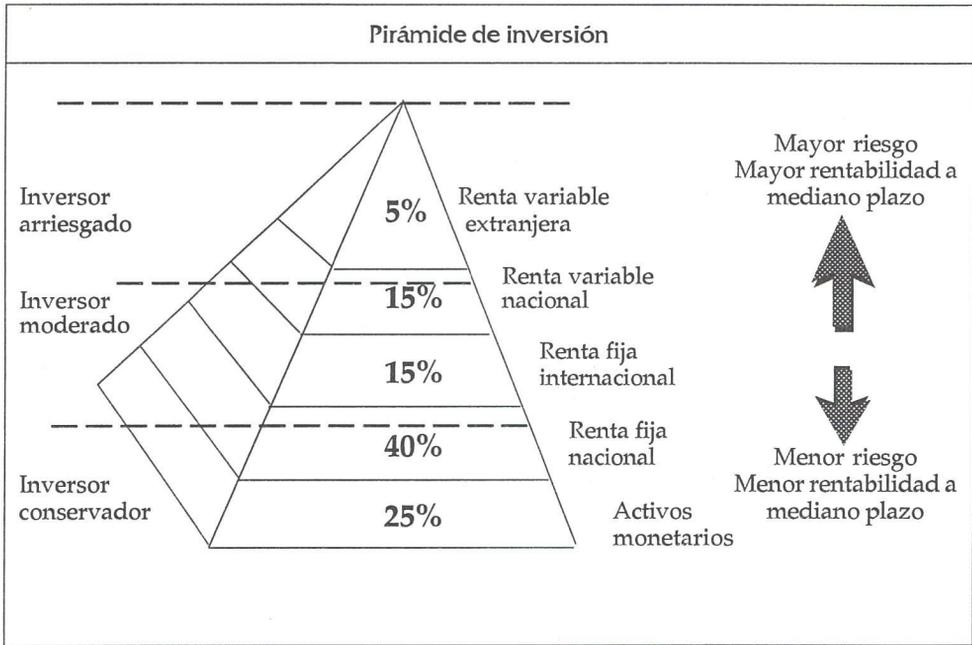
Los títulos de renta fija se definen tradicionalmente como valores emitidos por entidades con la finalidad de captar fondos del público y con una rentabilidad cierta prefijada en el momento de la emisión.

Por tanto, se consideran títulos de renta fija privada aquellos emitidos por empresas privadas, empresas públicas y entidades oficiales de crédito, y títulos de renta fija pública o deuda pública aquellos emitidos por el Estado y las administraciones públicas.

Podemos distinguir las siguientes categorías de participantes en el mercado de renta fija pública:

1. El Tesoro y las administraciones públicas: Son los emisores de los valores.
2. El Banco de España: Participa en tres niveles:
 - Gestión de la Central de Anotaciones, supervisando la transparencia y liquidez del mercado.
 - Desarrollo de la función de entidad gestora, para los particulares que deseen mantener sus valores en una «cuenta directa».
 - Regulación, junto con el Tesoro, de los sistemas conexos al mercado.
3. Los miembros del mercado (entidades financieras que pueden registrar sus valores en la Central de Anotaciones). Así se pueden clasificar en:
 - Titulares de cuenta: sólo pueden mantener saldos por cuenta propia, pero no de terceros.
 - Entidades gestoras: pueden mantener en sus cuentas valores registrados a nombre de terceros.

Gráfico 1



Cuadro 2

Mercado secundario de renta fija
(Volumen de contratación en miles de millones de ptas.)

| | 1991 | 1992 | 1993 | % |
|----------------------|--------|--------|---------|-----|
| Total renta privada | 1.838 | 2.867 | 3.177 | 2 |
| Total renta pública | 43.044 | 69.918 | 148.820 | 98 |
| Total renta fija | 44.882 | 72.785 | 151.997 | 100 |
| Total renta variable | 4.768 | 4.227 | 5.792 | |

Se destacan como miembros del mercado, las siguientes entidades:

Instituto de Crédito Oficial, entidades de crédito de capital público estatal, bancos privados, cajas de ahorros confederadas, Confederación Española de Cajas de Ahorros, cooperativas de crédito, sociedades mediadoras del mercado de dinero, sociedades de valores, sociedades y fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario, entidades de seguros, etcétera.

Un subconjunto de las entidades gestoras adquiere el estatuto de «creadores de mercado» (*market makers*) al asumir una serie de compromisos como participantes regulares en las subastas del Tesoro y negociar activamente en el mercado secundario.

4. Los intermediarios: agentes que intermedian las operaciones entre los miembros del mercado.
5. Los inversores finales: personas físicas o jurídicas que adquieren los valores a través de una entidad gestora. Pueden ser:
 - Particulares: empresas no financieras y familias.
 - Institucionales: tanto nacionales, como extranjeros (instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, compañías de seguros, etcétera).

Respecto a la llamada pirámide o perfil de la inversión en España (gráfico 1), ésta considera tres niveles de riesgo de inversor en función de los títulos y plazos que hay que adquirir, así:

- Inversor conservador: aquel que invierte un 55-60% en activos monetarios y 40-45% en renta fija nacional exclusivamente.
- Inversor moderado: aquel que invierte un 45-50% en renta fija nacional, un 30-35% en renta fija internacional y un 15-20% en renta fija variable nacional.

- Inversor arriesgado: aquel que invierte un 60% en renta variable nacional y un 40% en renta variable extranjera.

En función de los volúmenes de inversión (cuadro 1), podemos concluir el carácter conservador del inversor español.

A continuación se analizará la deuda pública debido al menor interés que suscita la renta fija privada, dados los reducidos saldos vivos que registra en comparación con la deuda pública estatal, pues a manera de ejemplo sólo representaba en 1993 el 2% de la contratación total de los valores de renta fija, y en 1995 sólo 4,18 pesetas de cada cien fueron invertidas en renta fija privada (cuadros 1 y 2).

Igualmente, en la deuda pública la ponencia se va a centrar en el estudio de las carteras de inversión y no de las carteras especulativas principalmente en los fondos de inversión, debido al desarrollo y la evolución tan importantes experimentados en los últimos cinco años y por constituir además el ejemplo más profesionalizado de una cartera de valores de renta fija que dispone de los mejores o más fiables índices de referencia para el control y seguimiento de su gestión.

Adicionalmente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publica un boletín trimestral con la rentabilidad obtenida por cada fondo de inversión, lo que facilita este control y seguimiento, mientras que en lo referente a las carteras (de inversión y especulativas) de los bancos y cajas no se publica ningún tipo de información, desconociéndose por tanto su rentabilidad y evolución (exceptuando los fondos por ellos gestionados).

CARACTERÍSTICAS DE UN PORTAFOLIO ÓPTIMO

Introducción a los fondos de inversión o inversión colectiva

Los fondos se pueden definir como una cartera de valores perteneciente a una pluralidad de partícipes en proporción a su aportación. Las ventajas de

los fondos para los pequeños y medianos inversores, en principio, son las que se derivan de ser propietario de una participación en una gran cartera, como gestión profesionalizada, diversificación, liquidez y acceso a mercados vedados a los inversores individuales o en mejores condiciones. Todo ello, teóricamente, se debe traducir en una mayor rentabilidad y seguridad que la que podría obtener un inversor particular.

Atendiendo al plazo de los instrumentos en los que se materializa el activo de los fondos de inversión, éstos se dividen en dos grandes grupos: los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM). La principal diferencia es que los FIAMM, por ley, deben invertir al menos el 90% en valores de renta fija de vencimiento inferior a los 18 meses, mientras que los FIM no tienen tal limitación, con un rango muy amplio de duraciones de cartera, teniendo, en general, una vocación de más largo plazo.

Esta división da una referencia del plazo en el que está invertido su patrimonio, pero no contiene información sobre el tipo de valores que constituyen su principal inversión, salvo en el caso de los FIAMM que es la renta fija. En función de la composición del patrimonio de los fondos, se puede realizar una clasificación más amplia e interesante desde un punto de vista analítico, ya que facilita su comparación (fondos mixtos, de renta fija, renta variable y multidiólicas).

Aquí se ha optado por diferenciar aquellos fondos, tanto FIM como FIAMM, en los que la cartera exterior tiene un peso específico importante, en concreto, superior al 30% de su patrimonio. A estos fondos se les ha denominado, respectivamente, FIM y FIAMM de divisas, entendiéndose por FIM y FIAMM de pesetas el resto.

Cuadro 3

| Patrimonio de las distintas clases de fondos de inversión | | | | | | | | | | |
|---|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | DIC. 1991 | | DIC. 1992 | | DIC. 1993 | | DIC. 1994 | | DIC. 1995 | |
| | MM | % |
| Total | 3.870 | 100,0 | 6.280 | 100,0 | 10.295 | 100,0 | 11.250 | 100,0 | 12.187 | 100,0 |
| FIM | 1.906 | 49,2 | 2.993 | 47,6 | 5.558 | 54,0 | 5.287 | 47,0 | 5.196 | 42,7 |
| Renta fija | 1.493 | 38,6 | 2.566 | 40,9 | 4.241 | 41,2 | 3.879 | 34,5 | 4.197 | 34,5 |
| Renta fija mixta | 326 | 8,4 | 302 | 4,8 | 888 | 8,6 | 782 | 7,0 | 447 | 3,7 |
| Renta variable mixta | 58 | 1,5 | 55 | 0,9 | 130 | 1,3 | 243 | 2,2 | 189 | 1,5 |
| Renta variable | 8 | 0,2 | 18 | 0,3 | 93 | 0,9 | 154 | 1,4 | 168 | 1,4 |
| Divisas | 20 | 0,5 | 51 | 0,8 | 207 | 2,0 | 228 | 2,0 | 195 | 1,6 |
| FIAMM | 1.964 | 50,8 | 3.288 | 52,4 | 4.737 | 46,0 | 5.962 | 53,0 | 6.991 | 57,3 |
| Pesetas | 1.964 | 50,8 | 3.288 | 52,4 | 4.700 | 45,7 | 5.960 | 53,0 | 6.989 | 57,3 |
| Divisas | - | - | - | - | 37 | 0,4 | 3 | - | 1,6 | - |

Los FIM de pesetas se han dividido a su vez en función del porcentaje que representa la renta variable en pesetas dentro de su cartera. Así, se entiende por FIM de renta fija los que no invierten en renta variable; por FIM de renta fija mixta los que invierten menos del 25% de su patrimonio en renta variable; por FIM de renta variable mixta los que invierten entre el 25 y 70%, y por FIM de renta variable los que invierten más del 70%.

No obstante, un fondo que pertenece a una categoría, en una fecha determinada, puede pasar posteriormente a pertenecer a otra distinta en el supuesto de que varíe la composición de su cartera.

En el cuadro 3 se muestra la distribución del patrimonio de los fondos de inversión según esta clasificación. En los FIAMM, la distinción entre pesetas y divisas es irrelevante, puesto que la mayoría son de pesetas, mientras que en los FIM, si bien los de divisas tuvieron un fuerte crecimiento en 1993, el cual se estancó en 1995, representan aún un porcentaje muy pequeño.

Entre los FIM de pesetas, los de renta fija son los que suponen un mayor porcentaje, seguidos de los de renta fija mixta, renta variable mixta y renta

variable (estos dos últimos casi a la par). Lo más significativo es que se observa cómo la caída sufrida por los FIM en 1994 y 1995 se debe a los FIM de renta fija y renta fija mixta; por el contrario, se aprecia en 1994 un crecimiento de los FIM de renta variable mixta y renta variable, que ganan cuota de mercado, aunque ésta sigue siendo baja y en 1995 experimenta un ligero retroceso.

ÍNDICES DE REFERENCIA: CARTERAS MODELO

El objetivo de este apartado es presentar los índices de renta fija como instrumento clave para controlar y evaluar la gestión en carteras de renta fija. Los índices de deuda no son tan conocidos en nuestro país como los de renta variable, fundamentalmente por dos razones:

1. Por una parte, el mercado español de gestión de carteras sobre índices de renta fija es de muy reciente creación (en el caso de la deuda del Estado en 1987, y en el de deuda privada sólo hace unos años), y en el caso de la deuda privada está sólo muy parcialmente desarrollado.
2. Por otra, la gestión profesionalizada de carteras de renta fija se ha institucionalizado sólo hace unos años con el impulso de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones.

A estas dos razones hay que añadir la tradición contable, que había considerado siempre la renta fija como realmente «fija», incluso para las entidades especializadas –entidades de crédito o de seguros–, al permitir la valoración al costo medio de las carteras de las entidades de crédito y la periodización por el principio de ganancia de sus intereses, obviando y desincentivando la posibilidad de una gestión activa de las carteras según tendencias de mercado.

Más recientemente, el desarrollo de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones, la liberalización de los movimientos de capital, la asimilación del cambio contable y el crecimiento del mercado de renta fija en liquidez, profundidad y versatilidad operativa, han favorecido el desarrollo de una

gestión activa, que valora sus carteras a precios de mercado, y que precisa de los índices para evaluar y controlar la evolución de sus carteras.

De esta manera la valoración a precios de mercado hace necesario un término de referencia –un *benchmark*– con el cual comparar las rentabilidades totales de las carteras con las de una «cartera nacional» construida con unas características específicas. Este término de referencia constituye, en las carteras valoradas a precio de mercado, el medio para establecer comparaciones que permitan detectar las virtudes o defectos de los diferentes equipos de gestión y de las distintas estrategias de inversión.

Índices como referencia para una cartera

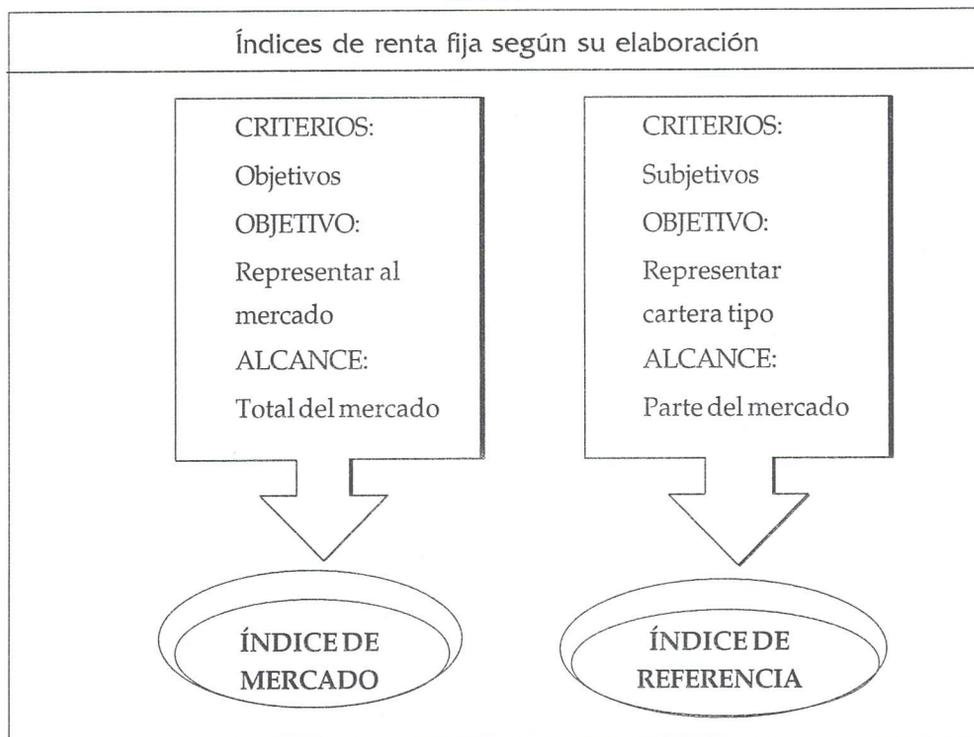
Desde el punto de vista de los criterios de su elaboración, los índices pueden clasificarse en dos grandes grupos:

- Los índices globales de mercado.
- Los índices de referencia de inversión, que tratan de desempeñar el papel de referencia para carteras específicas y que se refieren a una parte específica del mercado.

Los primeros atienden a criterios objetivos y permanentes de elaboración –al representar el valor de mercado de una cartera invertida en una muestra lo más representativa posible de la estructura del mercado de renta fija (a corto, mediano y largo plazos) y considerando todos los riesgos crediticios posibles–.

Los segundos responden a una parte seleccionada del mercado y tienen una composición decidida subjetivamente, bajo unas consideraciones sobre el riesgo crediticio y de mercado asumidas *a priori*, con un objetivo de duración predeterminado, relacionado con el horizonte temporal de la inversión o con cualquiera de sus posibles objetivos (idiosincrasia o características constitutivas del fondo), con el fin de servir de referencia para carteras reales gestionadas con un objetivo de duración o de riesgo equivalente.

Gráfico 2



Gracias a los índices de referencia, los gestores y sus clientes pueden evaluar su propia gestión, comparando sus resultados –su rentabilidad total en cada período– con los del índice de duración igual a la duración objetivo de su cartera. Así, cuando los gestores se alejan de su objetivo de duración –en función de sus expectativas de evolución de los precios– pueden constatar si su estrategia fue acertada, si permitió una rentabilidad total superior a la del índice de referencia, o desacertada, si la rentabilidad resultó inferior (gestión activa de la cartera).

Esta es una cuestión clave en carteras orientadas a un horizonte temporal relativamente definido, como, por ejemplo, el fondo de pensiones de una empresa. La evolución durante un período de tiempo determinado del valor de mercado o liquidativo de este fondo no puede evaluarse correctamente, si no es comparando las rentabilidades totales del propio fondo, valorado a precios de mercado, y la de un índice de referencia de duración equivalente a la duración-objetivo.

Un índice de referencia puede definirse como la representación pasiva del proceso de inversión de un gestor, que muestra las características financieras que exhibiría la cartera de éste en ausencia de decisiones activas de inversión. La referencia de inversión debe ser, pues, la representación teórica de una cartera invertida pasivamente en el área de inversión preferida por el gestor, por razones derivadas de las preferencias de su cliente o promotor, de acuerdo con el horizonte temporal de la gestión y con el grado de aversión al riesgo asumido (idiosincrasia).

Por consiguiente, una cartera de inversión del gestor es el resultado de la agregación de sus tres componentes: la evolución de todo el mercado (M), la idiosincrasia o características constitutivas del fondo (I) y la gestión activa de la cartera (A) (combinación de plazos e instrumentos).

$$C = M + I + A$$

Estas son las características generales que deben cumplir los índices de referencia:

- Deben ser definidos sin ambigüedad: las referencias que incluyen, sus pesos en el conjunto y su valoración deben ser definidos exactamente.
- Deben ser reproducibles realmente: deben definirse de tal forma que puedan invertirse en una cartera real con su misma composición.
- Deben poder ser calculados con una frecuencia suficiente; si es diaria, mejor.
- Deben ser especificados antes del inicio de la evaluación.

Un gestor puede construir sus propios índices de referencia o utilizar otro ya existente. El Banco de España y Analistas Financieros Internacionales (AFI) elaboran sistemáticamente algunos índices de referencia que tratan de servir como instrumentos de evaluación y contraste para los gestores, sus clientes o sus promotores.

ÍNDICES DE REFERENCIA A MEDIANO Y LARGO PLAZOS

Índice AFI de deuda del Estado a mediano y largo plazos

El índice AFI de deuda del Estado representa una cartera de valores originariamente emitidos a mediano y largo plazos. Su base original es cien en julio de 1988.

Se trata de un índice de referencia de inversión para valores de riesgo soberano en pesetas y con vida residual a mediano y largo plazos.

El criterio utilizado para la selección de los valores del Estado incluidos en su seno tiene como objetivo que el índice represente el valor de mercado de una cartera compuesta por los bonos y obligaciones del Estado que demuestren un grado de liquidez en el mercado secundario al contado suficiente, siempre que su plazo de vida residual sea superior a un mínimo determinado, con el fin de garantizar una vida media de la «cartera» algo superior a la del saldo vivo total de bonos y obligaciones.

Ello permite su uso como referencia para inversiones con horizontes medios (duración entre dos y cinco años) y para carteras como las de los fondos de inversión FIM, que no tienen un horizonte temporal predefinido –son fondos abiertos–, pero en las que el partícipe presume que está asumiendo un riesgo de interés significativo, con el fin de obtener un plus de rentabilidad sobre los FIAMM.

Criterio de elaboración

Los requisitos exigidos a cada bono u obligación –denominados por sus fechas de vencimiento y por sus tipos de cupón– para su mantenimiento en el índice AFI son estrictos y públicos, pero se revisan cuando las condiciones del mercado lo exigen para preservar su definición, y son los siguientes:

Liquidez

1. Que tras cerrarse el período completo de emisión su saldo vivo sea superior a los 200 miles de millones de pesetas.

2. Que en los tres últimos meses se haya negociado con una frecuencia de al menos quince sesiones cada mes en el mercado secundario.
3. Que la velocidad diaria de rotación –definida como el volumen negociado sobre el saldo vivo emitido– sea, como mínimo, del 1% en promedio de los tres meses anteriores. Cada referencia incluida debe cumplir al menos dos de estos tres criterios.

Plazo

El plazo de vida residual debe ser superior a dos años.

Tras su modificación más reciente, en febrero de 1993, estos requisitos deben verificarse el día 15 de cada mes, como regla general, fecha en la que AFI lleva a cabo un pormenorizado análisis de la estructura de la liquidez del mercado, momento en que la composición del índice puede revisarse, tanto para incluir nuevas referencias, como para excluirlas.

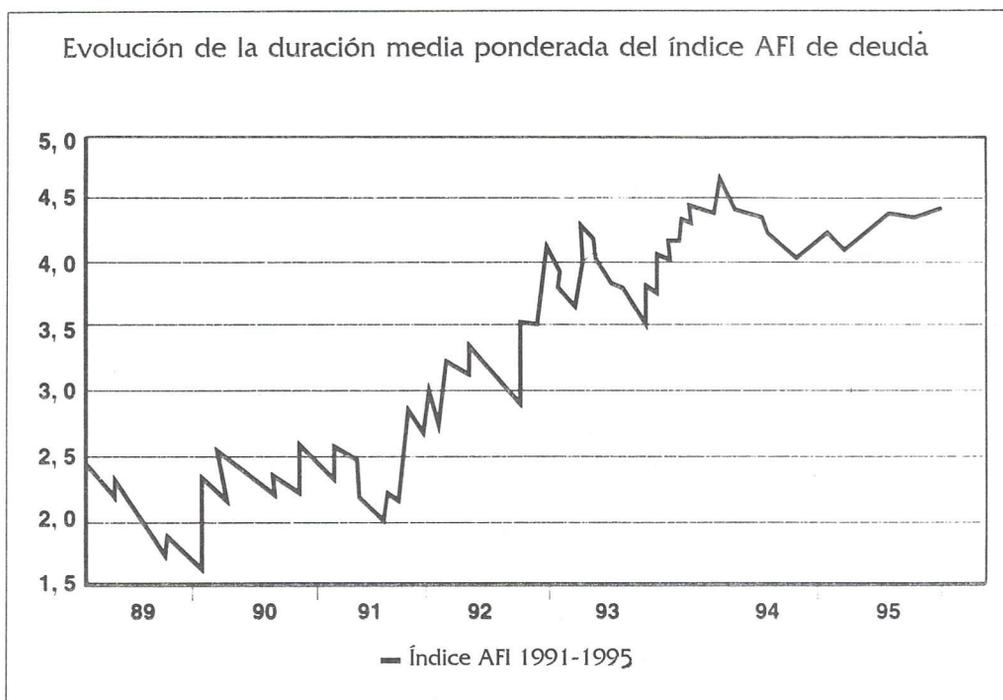
El índice se calcula y valora a precios de mercado diariamente. Los precios utilizados son los precios medios compra-venta del mercado a las 13:30 horas, con fecha-valor una semana –la normal en las operaciones al contado–. Ello permite descomponer correctamente el precio de cada valor según su cupón corrido para la fecha-valor.

El AFI representa el valor de mercado de una cartera formada por las referencias seleccionadas, bajo el supuesto de que los cupones son reinvertidos en la cartera. Sobre una base cien en julio de 1988, se acumulan las variaciones relativas del valor de esta cartera, ponderando las variaciones relativas de los índices de valor de cada una de las referencias. El peso que se otorga a la variación del valor de cada referencia coincide con el de su saldo vivo efectivo (capitalización a los precios de mercado) sobre el del total de las referencias incluidas.

Por tanto, los criterios de selección de referencias para la composición del índice tratan de determinar una muestra representativa del mercado al contado. La mezcla de referencias, que puede ser alterada el 15 de cada mes, no ofrece sino una cartera en cuya estructuración las expectativas de precio han sido neutrales.

Eso tiene especiales repercusiones sobre la duración media del índice cuando el mercado atraviesa un cambio estructural de envergadura. El reciente proceso de alargamiento de los plazos de emisión del Tesoro (en diciembre de 1993 el plazo medio de la deuda a mediano y largo plazos era de 3,9 años, frente a los 2,17 de 1990) ha hecho que la cartera que representa el mercado (líquido) alargue también su plazo medio. Así, como puede observarse en el gráfico 3, la duración media del índice AFI ha experimentado un ascenso radical desde 1991, superando ampliamente los 4,5 años. Este cambio implica que el valor del índice ha sido históricamente cada vez más sensible a las variaciones de los tipos de interés.

Gráfico 3



Índice B.E. de deuda del Estado a mediano y largo plazos

El Banco de España (B.E.) publica diariamente, en el Boletín de la Central de Anotaciones y, mensualmente, en el Boletín Estadístico, un índice que representa también una cartera de deuda del Estado anotada emitida a

mediano y largo plazos. Los criterios de elaboración respecto al índice AFI son muy similares.

Criterios de composición del índice de renta fija B.E.

Los requisitos o criterios de composición del índice de renta fija de B.E. son:

Riesgo crediticio

1. Sólo deuda del Estado.

Liquidez

1. Las referencias negociadas: siete o más días al mes para la primera admisión.
2. Si se trata de una readmisión, el número de sesiones deberá ser, al menos, de diez cada mes.
3. El número de operaciones deberá ser igual o mayor que diez al mes.
4. Si se trata de una readmisión, el número de operaciones deberá ser al menos de quince.

Plazo residual

1. Superior a un año.

Precios de valoración diaria

1. Precios medios diarios de negociación entre los miembros del Mercado de Anotaciones en Cuenta.
2. Ante la inexistencia de cotizaciones de una referencia incluida en el índice se utiliza la última disponible.

Base

1. Base 100 = 31/12/87 (Índice original).

Cuadro 4

| Criterios de composición de los índices de renta fija y B.E. | | |
|--|--|--|
| | Índice AFI ¹ | Índice B.E. |
| Riesgo crediticio | Sólo deuda del Estado | Sólo deuda del Estado |
| Liquidez | <ul style="list-style-type: none"> - Las referencias incluidas en el índice deberán haberse negociado en el mercado secundario de deuda como mínimo quince sesiones cada mes en media de los tres últimos meses. Las nuevas referencias serán incluidas inmediatamente, aunque estarán sometidas a un período de prueba, transcurrido el cual se aplicarán los anteriores criterios. - Saldo vivo superior a 200 miles de millones de pesetas. - Velocidad diaria de rotación mayor o igual a 1%. | <ul style="list-style-type: none"> - Las referencias negociadas siete o más días al mes para la primera emisión. - Si se trata de una readmisión, el número de sesiones deberá ser, al menos, de diez cada mes. - El número de operaciones deberá ser igual o mayor que diez al mes. - Si se trata de una readmisión el número de operaciones deberá ser al menos de quince. |
| Plazo residual | Superior a dos años | Superior a un año |
| Precios de valoración diaria | <ul style="list-style-type: none"> - Desde el 1o. de enero de 1993 precios medios compra-venta «de mercado», tomados a las 13:30 horas, con fecha valor una semana. Hasta el 1o. de enero de 1993 precios medios entre miembros del Mercado de Anotaciones en cuenta. - Los criterios de selección utilizados hacen improbables inclusiones de referencias que carezcan de cotización en alguna sesión. | <ul style="list-style-type: none"> - Precios medios diarios de negociación entre los miembros del Mercado de Anotaciones en Cuenta. - Ante la inexistencia de cotización de una referencia incluida en el índice se utiliza la última disponible. |
| Base | BASE 100 = 30/6/88 (índice original) | BASE 100 = 31/12/87 (índice original) |
| Reinversión de cupones | En la misma «cartera» en la fecha del pago de cupón. | En la misma «cartera» en la fecha del pago de cupón. |

1. La composición del índice AFI se revisa cada mes, al día quince correspondiente.

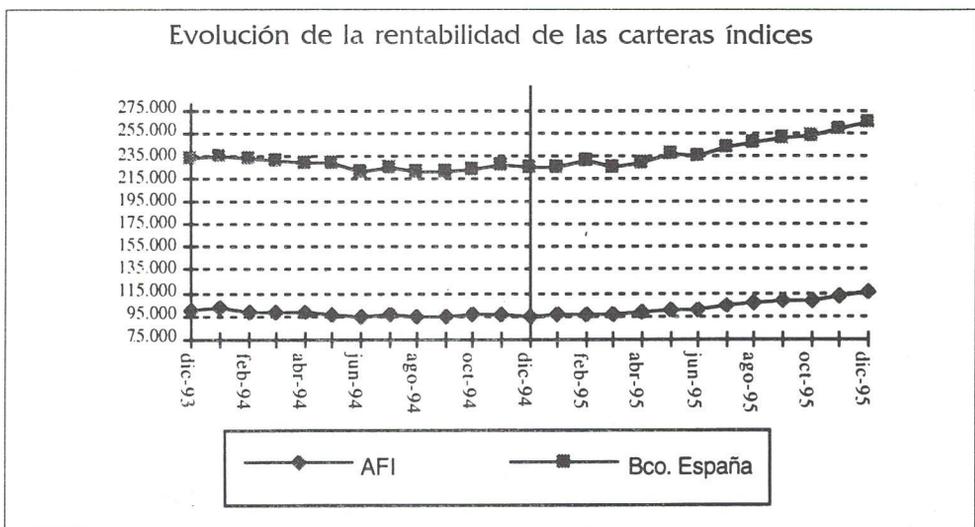
Reinversión de cupones

1. En la misma «cartera» en la fecha del pago de cupón.

Las diferencias residen en dos cuestiones: el índice B.E. es menos exigente con la liquidez de las referencias que incluye y la utilización de precios medios contratados en el índice del B.E., frente a los precios de una hora determinada del día del índice AFI.

Los analistas expertos señalan algunos puntos críticos que explicarían las diferencias observables en la evolución de los dos índices (gráfico 4):

Gráfico 4



1. La utilización por el índice del Banco de España de la última cotización disponible existente en los casos en los que no se haya producido negociación en un día determinado, supone implícitamente ignorar cambios en los precios: la exigencia de tan sólo siete sesiones de negociación durante un mes en el índice B.E. abre la posibilidad de que el anterior factor cobre adicionalmente especial relevancia.
2. El precio medio de las operaciones –que se usa como base para la construcción del índice B.E.– puede no mostrar la tendencia final seguida por el mercado, siendo preferible, en su opinión, tomar cotizaciones de mercado en un momento determinado del día (índice AFI).

3. El criterio de inclusión de referencias con vida residual igual o superior a tan sólo un año –sin restricción de saldo vivo– puede hacer más volátil la duración media del índice B.E. y dificultar su uso como referencia de inversión.

Por tanto, se puede concluir que el índice AFI, al ser más riguroso en sus criterios de composición, sirve o se ajusta mejor como índice de referencia de inversión. No obstante, el índice B.E. resulta más adecuado como un índice representativo del mercado de deuda pública.

ÍNDICE DE REFERENCIA A CORTO PLAZO

Índice AFI de activos del mercado monetario

Con el fin de completar el espectro de la curva de rentabilidades, el AFI elabora además otro índice de valores a corto plazo: el índice AFI de Activos del Mercado Monetario, que es la combinación de dos índices: el índice de Letras del Tesoro a un año y de repos a un día.

Este es un índice representativo del valor de mercado de una teórica cartera invertida al 50% en letras a un año y al 50% en repos a un día; es por tanto relevante como referencia para carteras asimilables a un fondo de inversión tipo FIAMM. Se trata de la agregación de los dos índices siguientes:

Índice AFI de Letras del Tesoro a un año

Son las letras a un año emitidas por el Estado, las que se utilizan para la elaboración del índice AFI de Letras a un año. Ello lo convierte en un instrumento de referencia para la evolución del valor de carteras de activos financieros que buscan la máxima calidad crediticia y un riesgo de mercado moderado.

La concepción original del índice de Letras del Tesoro a un año responde a una cartera teórica invertida de forma sistemática y recurrente en las letras a un año recién emitidas –que son las únicas líquidas–, que se van sustituyendo unas a otras en la fecha de emisión, de tal forma que la duración de dicha cartera es siempre próxima a un año.

Las subastas de letras a un año se celebran cada dos semanas y dichos valores suelen contar con un plazo original de vencimiento de 364-365 días.

Los precios utilizados para la valoración del índice corresponden a las letras a un año de última emisión publicados diariamente en el Boletín de la Central de Anotaciones del Banco de España.

Índice AFI de repos a un día

La elaboración de índice AFI de repos a un día pretende cubrir por completo el espectro temporal de inversión de activos exentos de riesgo.

Mediante este sencillo índice se pretende, pues, contar con una herramienta representativa del teórico resultado de mantener una cartera invertida de forma constante en el tiempo en repos a un día (es decir, compras con pacto de «reventa» a un día sobre títulos del Tesoro).

Los tipos utilizados para la elaboración de este índice corresponden al tipo medio de las operaciones repo a un día entre titulares de cuenta, publicados en el Boletín de la Central de Anotaciones del Banco de España.

Por lo tanto, el índice AFI del Mercado Monetario tiene una duración de 0,5 años (Composición = 50% Letras a un año, 50% repos a un día).

TÉCNICAS PARA DETERMINAR UN PORTAFOLIO EFICIENTE EN TÉRMINOS DEL RENDIMIENTO VS. EL RIESGO

Tradicionalmente el único riesgo considerado a la hora de invertir en renta fija era el riesgo de insolvencia del emisor de los títulos. Esta percepción se modifica durante los años setenta con la aparición de las tensiones inflacionistas, la elevación de los tipos de interés y el aumento de su volatilidad. La citada situación hizo que los gestores de carteras de renta fija se preocuparan del riesgo de variación del valor de las carteras de renta fija. Así mismo, surgió un interés académico por la investigación y aplicación de técnicas de gestión de carteras de renta fija.

Hoy en día las técnicas empleadas para gestionar las carteras de renta fija varían según cual sea el objetivo de esa cartera, pudiéndose especificar dos grandes grupos de carteras:

- Carteras especulativas
- Carteras de inversión

De igual manera, según el tipo de inversor, su aversión al riesgo y el objeto de su actuación (bancos, fondos de inversión o fondos de pensiones), así tendrá mayor o menor presencia en su cartera global alguna de estas clases de carteras.

Carteras especulativas

En este tipo de carteras el inversor compra y vende títulos continuamente, esperando aprovecharse de la evolución de sus precios. En este sentido, todos los títulos tienen la misma consideración, ya sean de renta fija, de renta variable o de divisas. Las diferencias vienen dadas por los mercados en los que dichos títulos cotizan, su evolución y comportamiento.

En el mercado español, los gestores de carteras especulativas, para tomar decisiones de compra y venta de valores, utilizan técnicas como el análisis técnico, el análisis chartista y, por supuesto, el seguimiento continuo de todas las informaciones referentes a los mercados, que influyen en los precios de los títulos con los que se opera: evolución de los diferenciales con otros bonos europeos (alemán), con la inflación, así como la experiencia y la intuición del profesional.

No obstante, pese a contar con un importante soporte técnico de análisis (análisis técnicos y chartistas), se destaca principalmente la habilidad del gestor (experiencia e intuición) para identificar oportunidades que le reporten beneficios con un carácter especulativo y sin una vocación de permanencia en la inversión.

Los riesgos de este tipo de carteras son por una parte el riesgo sistemático, o riesgo del mercado en el que cotizan los títulos, y el riesgo de variación del precio de los títulos.

En España los grandes bancos y cajas son los que tradicionalmente han mantenido mayor actividad especulativa en el mercado de renta fija, si bien, cada vez más, las entidades medias aumentan su actividad, por la reducción de márgenes en otras actividades más tradicionales.

Para poder evaluar el riesgo asumido en este tipo de carteras en relación con la rentabilidad, se deberá estimar la volatilidad de los precios de los títulos y las correlaciones entre los precios de los títulos de una cartera en los que se está invirtiendo. Las metodologías *Value-at-Risk* están empezando a ser utilizadas en España, con gran ritmo, a raíz de la Directiva de Adecuación de Capital de la Comunidad Europea (CAD) y de los informes del Comité de Basilea (BIP).

Carteras de inversión

La mayor parte de los bancos y cajas de ahorros de España, y por supuesto los fondos de inversión y de pensiones, tienen carteras orientadas a obtener una rentabilidad a mediano o largo plazo, independientemente del plazo de los instrumentos en los que se materializa la inversión (pueden ser a corto, mediano o largo plazos). La profesionalización de estas carteras surgió alrededor del año 1987, cuando se creó el Sistema de Anotaciones en Cuenta del Banco de España y se empezaron a homogeneizar los títulos emitidos por el Estado. Por esa época se crearon los «Índices de Referencia» (índices AFI o B.E.).

Los gestores de este tipo de carteras usan las «carteras modelos» o «carteras índices» para comparar la eficiencia de la gestión, respecto a si su binomio riesgo/rentabilidad es mayor o menor que esa «cartera índice», teniendo en cuenta la orientación de los responsables de la cartera en cuanto a asumir riesgos (idiosincrasia o carácter constitutivo de la cartera).

Las «carteras índices» o «índices de referencia» actúan como referencias o modelos con los cuales compararse, de manera que asumiendo el mismo riesgo se obtendrá la rentabilidad media de los títulos del mercado. Para obtener más rentabilidad, el gestor deberá asumir más riesgo que el mercado, midiendo este riesgo asumido a través de la duración de la cartera.

- Expectativas de tipos alcistas: el gestor formará carteras con menor duración que la «cartera índice».
- Expectativas de tipos bajistas: el gestor formará carteras con mayor duración.

A la hora de ajustar las duraciones de las carteras, no sólo se cuenta con las operaciones en los mercados de contado, comprando y vendiendo títulos, sino también con las operaciones de futuros, las cuales en los últimos años están tomando un gran auge, pasando de unas cifras de 9.259,2 miles de millones de pesetas en operaciones de futuro en el sector bancario en el año 1988 a 135.992,5 miles de millones en noviembre de 1995.

En el proceso de inmunizar o controlar los riesgos de las carteras de renta fija también se utilizan, aunque en menor grado, las coberturas basadas en la convexidad, ya que la duración sólo es fiable para pequeños desplazamientos paralelos de la curva de tipos de mercado.

Por último cabe mencionar que entre las carteras de inversión existen unas carteras a vencimiento, cuyos valores no es necesario ajustarlos a precios de mercado y que son mantenidas por instituciones poco activas en los mercados o bien por criterios diferentes de los de rentabilidad, como podrían ser el pertenecer al mismo grupo empresarial o por orientación conservadora de los órganos de control del banco o caja.

De estos análisis se deriva la necesidad de aumentar la profesionalización de la gestión y el control de los riesgos a través de sistemas avanzados de gestión de riesgos (ALM), entre los que se cuentan la herramienta Profit Master, que ha sido implantado por KPMG en más de 30 entidades bancarias españolas. La posibilidad de juzgar las decisiones de compra o venta analizando

diferentes escenarios y no sólo el que se deriva de la visión de una persona permite manejar con verdadera optimización el binomio rentabilidad/riesgo.

Las pérdidas sufridas por el aumento de las volatilidades, que no sólo afectaron a los mercados financieros, sino también a los de particulares, ya que en estos años los clientes de los bancos con préstamos a tipos fijos acudieron a cancelarlos o a obligar a éstos a modificar sus tipos de interés, se han traducido en las siguientes actuaciones por parte de las entidades:

- Creación de comités de activos y pasivos, que proporcionen un control general de los riesgos y de las posiciones asumidas por la entidad, tanto en los mercados financieros, como en los de particulares.
- Utilización de sistemas de simulación avanzados de Gestión de Activos y Pasivos (ALM) tipo Profit Master, para la toma de decisiones respecto a las modificaciones de los precios, modificaciones de la estructura del balance, etcétera.
- Establecimiento de límites a las posiciones de riesgos.
- Realización de coberturas con derivados, una vez que se ha decidido la no conveniencia de la actual posición de riesgo de la entidad.

CONSIDERACIONES FINALES

Se ha hecho referencia a los dos tipos u objetivos de cartera que existen respecto a su funcionamiento/objetivos: carteras especulativas y carteras de inversión, y se ha comentado que las primeras tienen un horizonte de inversión a muy corto plazo y puramente especulativo.

Las segundas, sin embargo, son el objetivo primordial de la ponencia, al ser las carteras que más requieren la constitución de portafolios o carteras óptimas. De ellas, se ha destacado la importancia de los índices de renta fija para la evaluación de la gestión de carteras, y la relevancia de la elección de la referencia de inversión más adecuada.

Un índice de referencia sirve al gestor de base sobre la cual definir sus objetivos, así como de guía para sus decisiones: si la relación entre la cartera de referencia y la cartera del gestor está muy definida, es decir, si la idiosincrasia del gestor es coherente con el ámbito de definición del índice (la parte del mercado que contempla), éste puede establecer sus objetivos en función de éste.

Para tratar de batir al índice, el gestor diseñará una cartera de duración superior a la de éste, cuando confía en un ascenso de los precios del mercado, o de duración inferior, si lo que prevé es una caída de los precios de los valores en los que ha de invertir (gestión activa).

El AFI elabora diariamente, desde 1988, dos índices de renta fija –el de deuda a mediano y largo plazos y el de mercado monetario–, de características tales que pueden utilizarse como referencias para distintas carteras de renta fija, siendo probablemente los índices más empleados en el mercado español.

Además, existe en el mercado información publicada trimestralmente relativa a la evolución de la rentabilidad de todos los fondos, así como de otros índices de referencia (J.P. Morgan de renta fija nacional, etc.).

Por tanto, una adecuada gestión de carteras/fondos deberá contar con toda esta información externa y objetiva (índices de referencia, rentabilidad de todos los fondos, expectativas del mercado y las tasas, etc.) para definir, conforme a su idiosincrasia y la tendencia del mercado, la cartera o portafolio «óptimo» (gestión activa).

LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA

Tal como se comentó anteriormente, este trabajo va a centrarse en la evolución de los fondos de inversión en España en los últimos cinco años, momento en que se ha extendido una auténtica gestión profesionalizada.

Los fondos de inversión, como tales, cuentan con una larga tradición, al menos si se atiende a la fecha de las primeras normas que los regularon, que

data de mediados de los años sesenta, pero sólo en 1991 éstos se consolidan como una alternativa popular de ahorro.

Como referencia, sirva decir que a finales de 1990 el patrimonio de los fondos era de 1,2 billones de pesetas; un año más tarde, de 3,9 billones, y al terminar 1995, de 12,2 billones. Es decir, en cinco años su patrimonio ha pasado de representar un 2,4% del PIB a un 17,4%, casi tres millones de partícipes y una inversión media por partícipe de cuatro millones de pesetas, repartidos en un total de 741 fondos a 31 de diciembre de 1995.

Las razones de este espectacular desarrollo desde 1991 se deben a que, a las aludidas ventajas de la inversión colectiva, se añaden dos nuevos factores:

- El primero de ellos fue la reforma de su tratamiento fiscal. Las ventajas de tipo fiscal concedidas a los fondos desde enero de 1991 han permitido ofrecer a este producto una alta rentabilidad financiero-fiscal, que representa el elemento diferenciador más importante respecto a otros activos financieros.
- El segundo factor fue la decisión de las entidades de crédito de comercializar masivamente este producto.

Estos dos factores, a la vez que han posibilitado el crecimiento del sector de fondos de inversión, han influido en su configuración, con claras implicaciones tanto para las entidades de crédito como para los propios partícipes.

Dos rasgos básicos caracterizan el sector de fondos de inversión:

- El primero, la composición de su patrimonio, invertido principalmente en renta fija, en su mayoría pública, tal como ya se comentó.
- El segundo, su elevada concentración, tanto por grupo financiero, como por fondos individuales (los dos principales grupos financieros controlaban a finales de 1995 casi la cuarta parte del patrimonio total y

los diez primeros un 67%. Respecto a los fondos individuales, en el caso de los FIM los diez mayores concentran el 26% del patrimonio, y en el caso de los FIAMM, los diez mayores concentran el 43% de su patrimonio).

Un factor fundamental para entender la amplia y rápida difusión de los fondos de inversión, así como su comportamiento, es que las entidades de crédito han sido las principales comercializadoras de este producto.

Tanto bancos como cajas de ahorros han creado sus propias gestoras de fondos al darse cuenta del enorme potencial que podrían adquirir a través de estos productos. Hoy en día no tienen competidores en cuanto a la captación de recursos, puesto que cuentan con una extensa red de oficinas por toda España. Alrededor del 93% del patrimonio de los fondos está gestionado por instituciones vinculadas a entidades de crédito (63% bancos y 29% cajas). (cuadro 5). En este sentido, los fondos de inversión no han supuesto una desintermediación propiamente dicha, pues si bien el patrimonio de éstos, en principio, se halla por fuera de los balances de las entidades de crédito, no deja por ello de estar controlado por las mismas, en lugar de por terceros.

Así como las ventajas de los fondos de inversión parecen claras para los inversores –producto cómodo, con una buena rentabilidad financiero–fiscal, seguridad y liquidez–, éstas no son tan evidentes para las entidades de crédito.

Cuadro 5

| Patrimonio gestionado por cada grupo financiero e información complementaria | | | | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|--|-----------------------------|--------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| Patrimonio gestionado (en %) | | | | | % y millones de ptas. Pro memoria (Dic. 94) | | | | |
| | Dic. 91 | Dic. 92 | Dic. 93 | Dic. 94 | Número de fondos (%) | Número de participantes (%) | Participación media (Millones) | Comisión de gestión media (%) | Comisión de depósito media (%) |
| Bancos | 64,5 | 64,1 | 63,3 | 62,8 | 47,0 | 62,4 | 4,0 | 1,40 | 0,15 |
| Cajas | 25,6 | 27,5 | 27,7 | 28,7 | 22,5 | 31,7 | 3,6 | 1,50 | 0,17 |
| Cooperativas | 0,1 | 0,1 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 3,3 | 1,39 | 0,24 |
| Resto | 9,8 | 8,3 | 8,0 | 7,3 | 29,3 | 4,5 | 6,6 | 1,34 | 0,15 |
| TOTAL | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 4,0 | 1,42 | 0,16 |

La principal ventaja a la que habitualmente se hace referencia es que las entidades consiguen mantener la fidelidad del cliente, ya que, por cuestiones fiscales, el cliente no tendrá incentivos para cambiar de entidad.

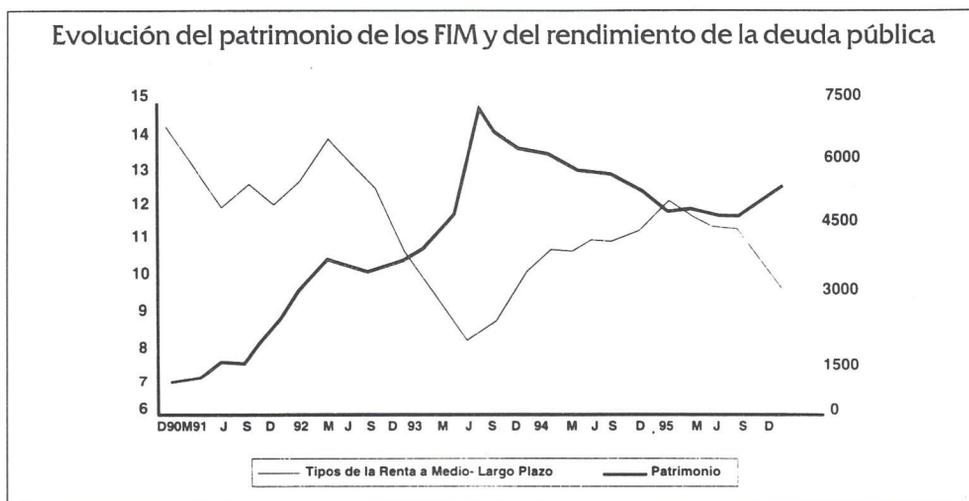
Una ventaja adicional de los fondos de inversión para las entidades de crédito es que son una fuente estable de resultados por las comisiones percibidas de los mismos, independiente de los riesgos típicos bancarios. Este aspecto cobra especial importancia en un entorno competitivo como el actual, en el que los márgenes financieros son cada vez más estrechos. Además los fondos, dado que no sólo han sido sustitutos de pasivos bancarios, sino también de otros activos financieros (renta variable, etc.) constituyen un mecanismo de «reintermediación» de ahorro, que antes era invertido directamente por los partícipes y que ahora es controlado por las entidades a través de sus fondos.

Cuadro 6

| Composición del patrimonio por grupo financiero | | | | |
|--|--------|-------|--------------|-------|
| (Diciembre 1994, en %) | | | | |
| | Bancos | Cajas | Cooperativas | Resto |
| Fondos públicos | 81,1 | 92,0 | 87,2 | 65,5 |
| Renta fija privada | 9,2 | 4,2 | - | 8,9 |
| Resto (renta variable, cartera exterior y otras) | 9,7 | 3,8 | 2,8 | 25,6* |

*(7,3%) renta variable, (12,9%) cartera exterior y (5,4%) resto

Gráfico 5



Se observan algunas diferencias entre el comportamiento de los fondos vinculados a entidades de crédito y el resto. Estos últimos poseen un patrimonio más diversificado, donde la renta variable y la cartera exterior tienen un mayor peso, una participación media mayor y un nivel medio de comisiones ligeramente inferior (un posible origen de las mayores comisiones aplicadas por los fondos vinculados a entidades de crédito puede ser la mayor amplitud de su red comercial y el hecho de que su participación media sea menor) (cuadros 5 y 6).

Por otra parte, sorprende la escasa diversificación que se observa en la composición del patrimonio de los fondos de inversión, especialmente en los vinculados a bancos y cajas, con un porcentaje muy bajo invertido en renta fija privada y renta variable (cuadro 6).

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

La evolución del patrimonio de los fondos de inversión no ha sido homogénea a lo largo del tiempo, ni idéntica para cada tipo de fondo de inversión.

Fondos FIM

Si nos fijamos en la evolución significativa de los tipos de interés que muestra el gráfico 5 (tipo medio de la deuda a mediano y largo plazos), se aprecia cómo el máximo del patrimonio (finales de 1993 y principios de 1994) coincide con la caída también máxima de los tipos (en 1993 se produce una sustancial caída de los tipos de interés de seis puntos en letras a un año y de cuatro a cinco puntos en el mediano plazo), y por tanto, un incremento notable del valor de las carteras y de la rentabilidad de este tipo de fondo.

Este crecimiento fue mayor gracias a la expectativa de muchos proveedores de protegerse y beneficiarse de una futura caída de los tipos (lo que dio lugar a que los gestores de carteras/fondos se situaran con carteras con una duración mayor que el de los «índices de referencia» para intentar obtener una mayor rentabilidad), y por la fuerte comercialización de este tipo de producto, basada en su elevada rentabilidad histórica (financiera, como es propio en épocas de intensas reducciones de tipos de interés, y fiscal, dado

su favorable tratamiento), argumento utilizado en la publicidad, frente a otras alternativas de depósitos e inversión directa en deuda.

Sin embargo, en 1994 se produjo una subida de los tipos en España de hasta cuatro puntos en la deuda pública a diez años (consecuencia del alza de tipos del dólar americano, que arrastró a los tipos de interés a largo plazo europeos), provocando un descenso del patrimonio de los FIM, consecuencia de un retiro de este tipo de fondos, por la reducción del valor liquidativo de las participaciones y por tanto de su rentabilidad a corto plazo (en el gráfico 5 se ve esta disminución del patrimonio de los fondos FIM), que termina en el segundo trimestre de 1995, cuando comienza una recuperación que puede ser sobrestimada en sentido inverso a lo acaecido en el año anterior.

Efectivamente, a partir del segundo trimestre de 1995 se produjo una reducción de tipos del 2,2% a diez años, a causa de una desaceleración económica y del alejamiento de los criterios de convergencia europea, provocando por tanto un aumento del valor liquidativo de los fondos (revalorización de sus carteras) y el incremento de su patrimonio por el nacimiento de los fondos garantizados.

Estos cambios en las rentabilidades de los FIM han hecho que las carteras adopten políticas conservadoras, sosteniendo duraciones en torno a las de los índices de referencia para mantener estable la rentabilidad al cabo de los años, dada la importancia que la seguridad tiene para su clientela.

En el gráfico 6 se puede observar cómo carteras con mayor duración tuvieron una disminución de su rentabilidad en el año 1994 mucho mayor (-12,505 las de diez años) que en el caso de las carteras con duraciones menores (-1,472 las de tres años).

También se observa en el año 1995 que el aumento de rentabilidad de las carteras de duración de diez años fue mayor (21,028) que en las carteras de tres años (15,933). Serán los responsables de las carteras los que en función de los estatutos y finalidad de las carteras tendrán que elegir el binomio riesgo/rentabilidad.

Fondos FIAMM

Por su parte, los FIAMM han seguido creciendo de forma progresiva, tanto al descender los tipos, como al iniciar el repunte en el verano del 94 (gráfico 7). La razón es que como mantienen duraciones cortas, su rentabilidad no sufría alteraciones tan frecuentes y violentas como la deuda a mediano y largo plazos (los tipos de interés a un año –letras del Tesoro– se mantuvieron muy estables, en torno al 8-9% en 1994 y 1995 y -8,77% a diciembre 95), y que comparativamente con la colocación en activos líquidos bancarios (depósitos) era beneficiosa.

Así mismo, la crisis de los fondos a mediano-largo plazos (año 1994) propició que parte del dinero retirado de este tipo de fondos se reinvertiera en fondos FIAMM, siendo una de las bases sobre las que se fundamenta el futuro de los fondos en España.

En cualquier caso, el baile de partícipes entre ambos tipos de fondos por el cambio de tendencia en dos años consecutivos demuestra el desconocimiento de que estos productos han de ser evaluados en el largo plazo y de que hay bastantes ahorradores que entran en ellos, sin convencimiento de mantener por largo tiempo su inversión.

Rentabilidad

Por último, analistas del sector cuestionan algunas de las ventajas que los fondos de inversión tienen, teóricamente, para el pequeño inversor. Se argumenta que el partícipe de un fondo consigue una gestión profesional, diversificación y acceso a mercados de capitales y dinero en condiciones muy ventajosas, y que todo ello contribuye a lograr una rentabilidad superior a la que obtendría un particular sin conocimientos financieros especiales.

Sin embargo, la rentabilidad de los FIM y FIAMM en los últimos cinco años es similar a la que se hubiera obtenido invirtiendo en depósitos a plazo e inferior a la de las letras del Tesoro. En el gráfico 9 se presenta una comparación de las rentabilidades obtenidas entre 1991 y 1995 por cada tipo de fondo con la rentabilidad de las letras del Tesoro y de los depósitos a plazo.

Gráfico 6

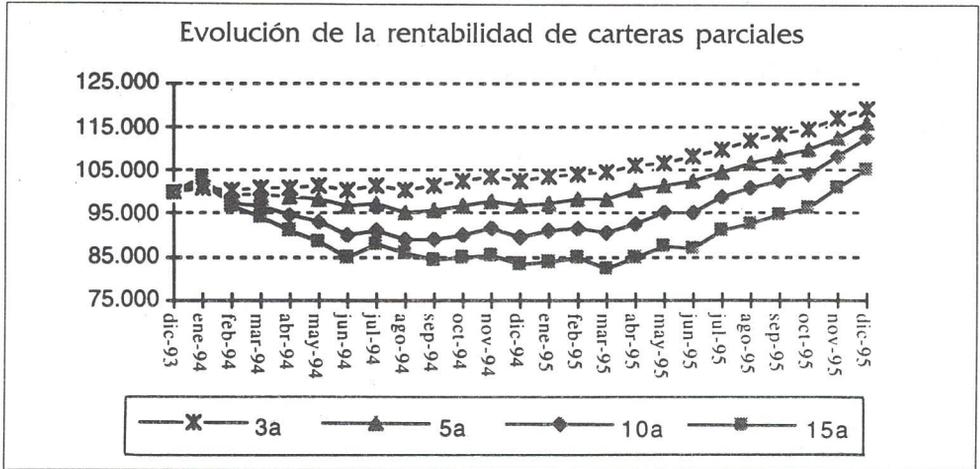
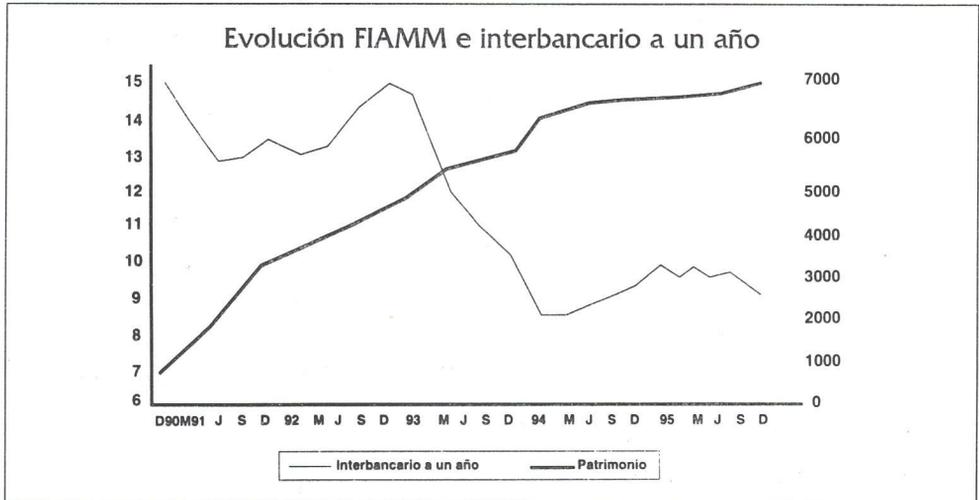


Gráfico 7



Cuadro 7

| Rentabilidad por clase de fondo (%) | | | | | | |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|------|------|--------------------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | Rentabilidad media |
| FIM (Renta fija) | 13,62 | 8,95 | 14,79 | 1,82 | 9,52 | 9,74 |
| FIAMM | 12,27 | 10,79 | 11,20 | 6,70 | 8,01 | 9,80 |
| Letras del Tesoro | | | | 8,87 | 9,77 | 11,32 |
| Depósitos a plazo | | | | 7,35 | 8,00 | 9,45 |

La rentabilidad de los FIAMM presenta una evolución similar a la de las letras del Tesoro y depósitos a plazo (entre uno y dos años ofrecidos por bancos y cajas) situándose, en términos medios, entre los dos, aunque más cerca de los depósitos que de las letras, con respecto a las cuales se ubica entre uno y dos puntos porcentuales por debajo (rentabilidad media en 9,80%, frente al 11,32% de las letras y 9,45% de los depósitos a plazo). (Cuadro 7).

Así mismo, esta rentabilidad tiene mayores fluctuaciones y es, en términos medios, con un 9,74% como rentabilidad media anual, inferior a la de las letras del Tesoro y ligeramente superior a los depósitos a plazo (cuadro 7).

Las diferencias observadas no son muy elevadas, pero cuestionan las ventajas que teóricamente tienen los fondos de inversión para obtener una rentabilidad superior a la que podría conseguir un pequeño inversor, al contar con una gestión profesionalizada y acceso en mejores condiciones a ciertos mercados (véanse cuadro 7 y gráficos 8 y 9).

Una parte de esa menor rentabilidad está justificada por las comisiones de gestión, y otra por una gestión muy conservadora, provocada por las exigencias de seguridad de los partícipes, sobre todo teniendo en cuenta la experiencia del año 1994; no obstante, los resultados obtenidos prácticamente duplican la inflación en cada período considerado.

Atendiendo a estos resultados, la principal ventaja de los fondos de inversión para el inversor particular ha sido el beneficio fiscal. Se refieren principalmente al reembolso de participaciones y consisten en:

- No hay ningún tipo de tributación por IRPF mientras no se reembolsen las participaciones.
- No existe ningún tipo de retención a cuenta en los reembolsos.
- Se tiene la posibilidad de elegir el momento más favorable para vender y declarar IRPF.
- En el momento de reembolsar participaciones, se declara como incremento patrimonial la diferencia entre el importe de la venta y el de adquisición, aplicando el coeficiente corrector o reductor del 7,14% anual,

por cada año de duración de la inversión que exceda de dos. De esta forma, pasados más de quince años desde la fecha de adquisición, el incremento patrimonial quedará totalmente exento de tributación, al alcanzar el coeficiente reductor el 100% (catorce años \times 7,14% anual = 100% bonificación fiscal).

Gráfico 8

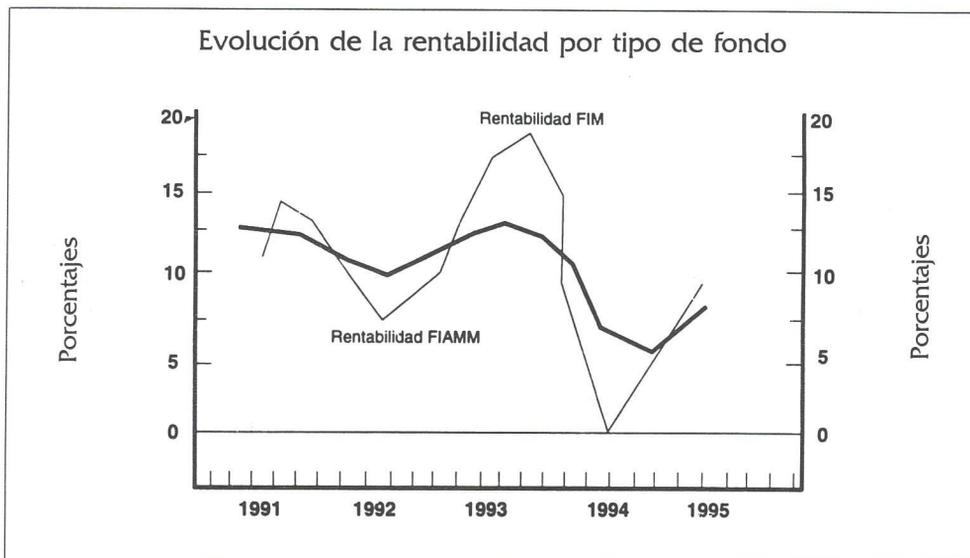
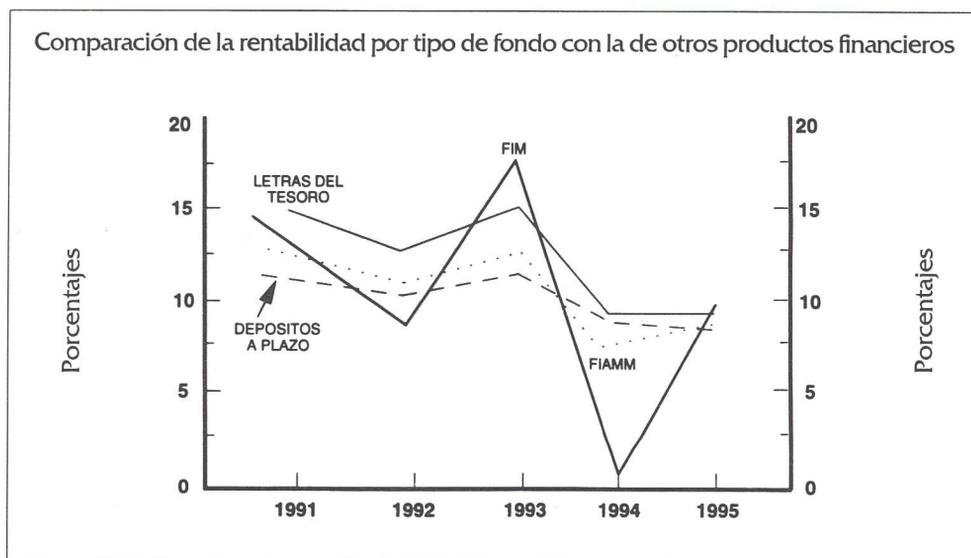


Gráfico 9



Conviene señalar que el hecho de que la legislación actual no permita a un partícipe mantener sus ventajas fiscales en caso de cambiar de fondo puede propiciar malas prácticas por parte de los gestores, que podrían basar su gestión más en la rentabilidad financiero-fiscal que en la estrictamente financiera.

No obstante, la rentabilidad media de los fondos fue superior a la de las carteras de bancos y cajas de ahorros, los cuales sufrieron importantes pérdidas en el año 1994 debido, entre otras razones, al carácter especulativo de sus inversiones y a su necesidad de contabilizarlas a precios de mercado, ocasionándoles importantes minusvalías.

En resumen, el comportamiento de los fondos de inversión en España hasta finales de 1995 distó mucho de ser lo que teóricamente cabría esperar. En la práctica, la actuación de una parte importante de los mismos se redujo a cobrar una serie de comisiones por invertir en deuda pública, comisiones que el partícipe estaba dispuesto a pagar para obtener una determinada ventaja fiscal, siendo su rentabilidad financiera inferior a la que podría haber obtenido un partícipe que invirtiera por su cuenta.

Fondos garantizados

Fruto de la crisis vivida por el sector en 1994 y del descontento de los partícipes surgen en 1995 los fondos garantizados o de rentabilidad mínima asegurada a un plazo determinado, producto a la medida del ahorrador español, para el que la seguridad es lo más importante que hay que considerar en una inversión.

Este producto pretende asegurar al inversor una rentabilidad previamente establecida que los inversores consideran aceptable en un plazo determinado, ya que en la corta historia de la inversión colectiva española muy pocas entidades han gestionado fondos con el éxito que prometen los garantizados, cuyos rendimientos anuales asegurados oscilan entre el 7 y 9%, dependiendo de los plazos de vencimiento y de la fecha de lanzamiento (es importante señalar que siete de cada diez fondos registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, desde diciembre de 1995 son garantizados).

OPERACIONES CON DERIVADOS

Desde la creación del Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF) en 1990, su crecimiento ha sido continuo y muy asociado a la evolución de los mercados de contado y a las situaciones macroeconómicas. Así, en 1993 se produjeron volúmenes récord de contratación en este mercado de futuros, llegándose a cifras que oscilan entre los seis y siete billones de pesetas nominales, cuando en 1992 a duras penas se pasaba del billón. Como se ha mencionado, el crecimiento de este mercado ha estado ligado al de contado, y entre los aspectos más importantes a los que se debe este incremento destacamos los siguientes:

- Gran incertidumbre política provocada por la celebración de unas elecciones generales ajustadas.
- Volatilidad en los tipos de interés, con un gran afianzamiento de las expectativas bajistas.
- Volatilidad en los tipos de cambio, producto de la tercera devaluación de la peseta y la ampliación de las bandas de fluctuación del SME.
- Gran aumento en las necesidades de la financiación del Estado (déficit).
- Importante aumento de la participación de inversores no residentes, que llegan a adquirir el 88% de la deuda del Estado.

Sin embargo, si se observan los ratios futuros/contado se observará que el incremento del mercado de futuros ha sido mucho mayor (pasando del 43% en enero de 1993 al 123% en diciembre de ese año), datos que reflejan la definitiva incorporación de estos instrumentos a la gestión activa de las carteras (cobertura de riesgos y especulación).

Si esta era la situación en el año 1993, en 1994 las cosas no sólo no se sosegaron, sino que aumentó la volatilidad de los mercados tanto nacionales como internacionales. El mercado de deuda al contado experimentó importantes sacudidas y en el mercado los volúmenes siguieron

aumentando e incluso duplicándose. Es de destacar que pese a la juventud de este mercado de futuros, aun en los momentos de máxima agitación, los operadores pudieron tomar o deshacer sus posiciones. Como muestra de la evolución se pueden observar los siguientes gráficos:

Gráfico 10

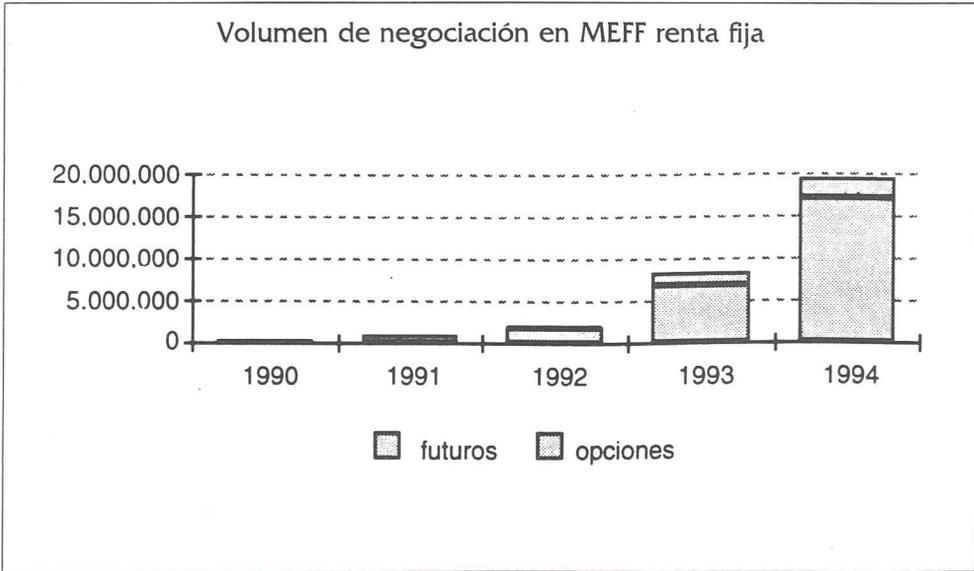
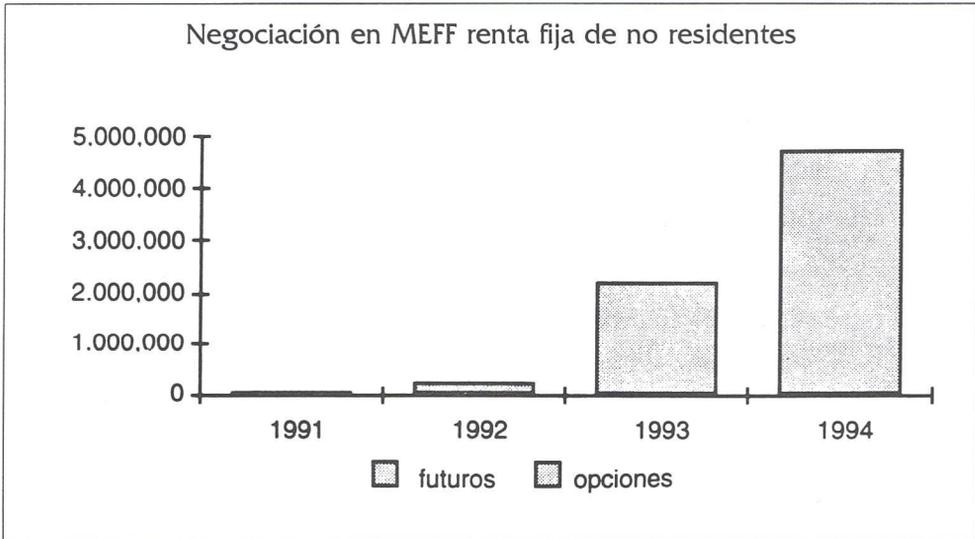


Gráfico 11



La evolución del conjunto de operaciones fuera de balance (a plazo y derivados) en el período 1988-1995 ha sido espectacular, pasando de una cifra de 9.259,2 miles de millones de pesetas en el sector bancario en 1988 a 135.992,5 miles de millones en noviembre de 1995.

PREVISIONES PARA 1996

Para este año las previsiones apuntan a un incremento hasta alcanzar los quince billones de pesetas y, de seguir el crecimiento sostenido del mercado (dada la demanda creciente de estos productos por parte de las economías domésticas), fácilmente acabaríamos este siglo con un volumen que doblaría el actual.

Los especialistas auguran un sector mucho más especializado para los próximos años, ante la cada vez más exigente demanda de los partícipes; por ello los gestores de fondos solicitan mayor flexibilidad en las técnicas de gestión, haciendo hincapié en las limitaciones actualmente existentes en cuanto al uso de derivados.

Así mismo, solicitan cambios en la actual normativa que posibiliten la comercialización de algunos fondos que se están comercializando en otros países con éxito: fondos de gestión cuantitativa invertidos en empresas pequeñas, en empresas de PER bajo, en empresas con dividendos elevados, fondos gestionados pasivamente que replican índices de bonos o de mercados bursátiles, fondos sectoriales (p. ej., de telecomunicaciones), fondos de carácter sociológico (p. ej., ecológicos, o que promueven el empleo de minorías, o destinados a colectivos específicos, etcétera), fondos geográficos (incluidos por supuesto los de diferentes mercados emergentes) y fondos unidivisas.

Finalmente, en el plano fiscal, las reivindicaciones se centran en la reducción de los coeficientes de tributación y en la posibilidad de cambiar de fondos sin tener que pagar impuestos.

ÉTICA Y CONFLICTOS DE INTERÉS
EN EL MANEJO DE LAS TESORERÍAS

Juan Carlos Varón Palomino
Consultor privado

ENTORNO OPERATIVO Y JURÍDICO DE LAS OPERACIONES DE TESORERÍA

CONCEPTO Y PRINCIPALES FUNCIONES DE LA TESORERÍA

De manera general, puede definirse la tesorería como el área de la institución financiera a cuyo cargo se encuentra el manejo de los recursos de la entidad, y la estructuración y administración del portafolio de inversiones. Esto sugiere cómo la tesorería cumple importantes funciones tendientes a posibilitar el desarrollo del objeto social de la empresa, entre las cuales se destacan la consecución oportuna de recursos para cubrir necesidades de liquidez, la colocación de los excedentes temporales de recursos en condiciones adecuadas de seguridad, liquidez y rentabilidad, y la conformación y manejo de uno o más portafolios de inversiones.

El desarrollo de las operaciones se concreta en la búsqueda o el manejo de un disponible diario en efectivo para cubrir necesidades de liquidez o para invertir en activos financieros de renta fija o variable, se traduce en la adquisición y enajenación de estos tipos de activos en los mercados bursátil y extrabursátil, primario y secundario, y supone la permanente interacción con las tesorerías de otras instituciones financieras y de empresas no

financieras (sector público, sector comercial, sector industrial, sector servicios).

ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LA TESORERÍA

Desde el punto de vista organizacional, la tesorería se encuentra estrechamente ligada a las áreas financiera, comercial, administrativa y, en su caso, internacional de la entidad.

Su labor se apoya en muchos casos en las llamadas «mesas» de dinero y de divisas, consistentes en unidades dependientes de la tesorería que contribuyen a la gestión de ésta mediante la realización de diversas actividades en los respectivos mercados de dinero y de divisas.

A nivel funcional, el área de tesorería está normalmente integrada por equipos de trabajo compactos, estructurados jerárquicamente y conformados por funcionarios de nivel directivo (vicepresidente financiero, gerente de tesorería), por funcionarios de nivel ejecutor (analistas, negociadores o *traders*) y por funcionarios de nivel operativo (contadores, pagadores, auxiliares, secretarías).

El trabajo de dichos equipos comprende a su vez una serie de funciones, procesos y tareas, tales como:

- La definición de los objetivos y las metas del negocio, en armonía con la estrategia general de la empresa.
- La determinación de la estructura y composición del portafolio de inversiones –tipo de inversiones, niveles de riesgos, estructura de plazos, rentabilidad y liquidez–.
- El estudio y seguimiento permanentes del mercado, en aspectos tales como la identificación de emisores e instrumentos, el análisis de riesgos, la asignación de cupos, el seguimiento de tendencias macroeconómicas y el comportamiento de las tasas de interés.

- La negociación y contratación de transacciones, que no obstante algunos avances tecnológicos, aún se llevan a cabo, principalmente a través de contactos telefónicos.
- La ejecución, liquidación y cumplimiento de las operaciones celebradas, preparación y manejo de soportes, conciliación de transacciones, cobros, pagos, recepción, entrega y custodia de títulos, manejo de sistemas de información y custodia de valores.

Es de anotar que el grado de diferenciación de funciones y tareas del equipo de trabajo –especialmente en los niveles ejecutor y operativo– varía en función de factores como el tamaño de la entidad, la importancia relativa de la tesorería dentro del negocio y el grado de sofisticación de la estructura organizacional. Es así que mientras en algunas entidades recién constituidas o de pequeño tamaño la tesorería se encuentra a cargo de tres o cuatro funcionarios que desempeñan la totalidad de las funciones antes reseñadas, en otras el área es generosa en recursos humanos y técnicos.

FACTORES Y TENDENCIAS QUE AFECTAN EL DESARROLLO DE LA ACTIVIDAD

Las tesorerías de las instituciones financieras colombianas han evolucionado en los últimos años por el influjo de diversos factores, entre los cuales cabe mencionar:

1. Un mayor énfasis en el uso de tecnología para la planeación, el desarrollo y el control de las operaciones.
2. La creciente complejidad del marco regulatorio, orientado, por una parte, a fortalecer los niveles de transparencia y eficiencia del mercado, y por otra parte, a la mejor y mayor identificación, revelación y administración de los riesgos asociados con la actividad.

A manera de ejemplo de esta última tendencia pueden citarse las disposiciones sobre valoración a precios de mercado recogidas en la

Resolución 200 de 1995 de la Superintendencia Bancaria y sus modificaciones, que contienen principios y normas para la identificación de los riesgos asociados con el manejo de inversiones, a cuyo efecto define los riesgos de contraparte, de solvencia, de tasa de interés y de liquidez, a los cuales deben agregarse los riesgos operativo y contable, y establece parámetros de registro en procura de revelar contablemente el precio real de negociación del portafolio cada día.

Un segundo ejemplo de actualidad está dado por las normas sobre gestión de activos y pasivos de que trata la Resolución 001 de 1996 de la misma Superintendencia, cuya exploración apenas se inicia por parte del mercado.

3. La influencia de modernos modelos organizacionales que abogan por la «reingeniería» de las tesorerías, a partir de la identificación clara de las distintas funciones y tareas y de su asignación a subpartes definidas y especializadas del área respectiva. Se habla así, por ejemplo, de tesorerías estructuradas a partir de un *front office*, encargado de asuntos tales como definición de precios, intermediación, toma de posiciones, negociación y contratación; de un *middle office*, encargado de control operativo, análisis de gestión, control del cumplimiento de normas legales e internas, y generación de información sobre la gestión, y de un *back office*, encargado de la conciliación y liquidación de operaciones, la pagaduría y el manejo de los sistemas Sebra, DCV y Deceval.
4. La presión creciente para que el área de tesorería produzca utilidades que fortalezcan los resultados generales del negocio, haciendo tránsito del esquema de la tesorería como unidad de consecución de fondos y pagaduría al esquema de la tesorería como centro de utilidad (*Profit Center*). Es así como la contribución de las operaciones de tesorería a las utilidades globales del negocio ha ido perdiendo gradualmente el carácter de marginalidad que antaño se le atribuía, y tiende cada vez más a convertirse en un elemento de innegable importancia para dichos efectos, que llega incluso a soportar de manera significativa en algunos casos los resultados operacionales de la institución.

Operaciones de tesorería frente al objeto social de las entidades

La actividad externa de la tesorería se concreta en la práctica mediante la realización sistemática y concatenada de una serie de operaciones económicas que posibilitan la obtención y colocación de recursos para la entidad o para sus clientes, y la generación de rentabilidad.

Desde el punto de vista jurídico, esas operaciones toman la forma de contratos celebrados por la persona jurídica con terceros o entre éstos por iniciativa o actividad de aquélla, para la adquisición o enajenación de activos financieros (valores), bajo diversos títulos y modalidades. Así entre nosotros el mercado registra variantes que van desde las compraventas en firme de títulos, pasando por las ya conocidas operaciones «repos» –activas y pasivas– y las operaciones «carrusel», hasta llegar a complejos esquemas de «fondeo» de papeles que día tras día surgen y se desarrollan en el mercado.

En no pocos casos se trata de contratos atípicos o cuya regulación, cuando ella existe, adolece de vacíos o ambigüedades, lo cual obliga a los agentes del mercado a definir sus caracteres y efectos por vía de la aplicación de principios generales de obligaciones o de la analogía, así como a ser más cuidadosos en el manejo de sus operaciones.

Ahora bien, es postulado fundamental del derecho financiero en materia de la capacidad jurídica de las entidades proveedoras de servicios que los contratos celebrados por tales entidades deben encuadrarse dentro de las operaciones que la ley les autoriza a desarrollar, por activa y por pasiva, so pena de verse expuestos los actos a la sanción de nulidad absoluta establecida para aquellos actos y negocios jurídicos celebrados en contravención a las normas estatutarias y legales.

Y bien puede afirmarse que el anterior principio resulta plenamente aplicable a las operaciones de tesorería, por cuanto ellas no pueden constituir una rueda suelta dentro de la actividad de las entidades, sino que, por el contrario, forman parte del engranaje jurídico-económico establecido para el cumplimiento de sus objetos sociales.

Para ilustrar lo anterior, y tomando como ejemplo el caso de los establecimientos bancarios, se tiene que el ordenamiento positivo colombiano autoriza a dichas instituciones a realizar operaciones tales como «descontar y negociar pagarés, giros, letras de cambio y otros títulos de deuda», «comprar y vender letras de cambio y monedas», efectuar y mantener inversiones de renta fija (cfr. art. 7o., ordinales a) y d) del art. 10 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, EOSF), participar en operaciones repos (Circular Externa 058 de 1988 de la Superintendencia Bancaria) y en operaciones carruseles (Circular Externa 23 de 1992 de la Superintendencia de Valores y Circular Externa 008 de 1996 de la Superintendencia Bancaria), siendo éstas las operaciones legalmente autorizadas a través de las cuales se lleva a cabo el quehacer de sus tesorerías.

Análogo tratamiento reciben en la regulación los demás establecimientos de crédito –corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y organismos financieros cooperativos–, siempre en armonía con la función económica principal que a esta clase de intermediarios asigna la ley, que consiste en captar en moneda legal recursos del público en depósitos, a la vista o a término, para colocarlos nuevamente entre sus clientes a través de préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito.

Por otra parte, en la tipología de las instituciones financieras existen algunas que dentro del normal desarrollo de su objeto social manejan varios portafolios de inversión. Esto ocurre con las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de fondos de pensiones y fondos de cesantía –así como con las sociedades comisionistas de bolsa–, entidades que, en adición a su cartera de inversiones propias, administran uno o más portafolios de inversión integrados con recursos de terceros y organizados bajo la forma jurídica de fideicomisos, fondos comunes fiduciarios –ordinarios o especiales–, fondos de pensiones, fondos de cesantía a fondos de valores, según el caso.

En consecuencia, las nombradas entidades de servicios financieros estructuran y administran los respectivos portafolios de inversión con los recursos cuyo manejo les ha sido confiado por sus clientes en el marco de las

respectivas relaciones contractuales y de las normas imperativas que regulan esas actividades y, de acuerdo con sus respectivos objetos sociales, están habilitadas para realizar todos los negocios y operaciones necesarios para alcanzar en cada caso la finalidad de inversión perseguida, dando con ello lugar a la rotación permanente de las carteras de inversión, que les permite cumplir un papel protagónico como inversionistas institucionales en el mercado de valores.

En cualquier caso, puede concluirse por este aspecto que las operaciones de tesorería y las demás actividades realizadas por las instituciones financieras en el mercado de valores –bursátil o extrabursátil– deben guardar relación de medio a fin con su objeto social y con el cumplimiento de la función económica establecida por la ley para la respectiva institución financiera, y han de realizarse en adecuadas condiciones de seguridad y transparencia.

Régimen de responsabilidad de los tesoreros

La Superintendencia Bancaria ha definido a los administradores de instituciones financieras como aquellas personas que, de acuerdo con la ley, los estatutos de la entidad y sus normas internas tienen facultades para adquirir derechos y contraer obligaciones en nombre de la misma, o para efectuar actos de dirección y gestiones tendientes al desarrollo del objeto social, impartiendo instrucciones y fijando políticas generales.

Así las cosas, resulta claro que, además de los miembros de las juntas y consejos directivos y de los representantes legales, los tesoreros y otras personas de su área encuadran bien dentro del concepto de «administradores» anteriormente mencionado, en tanto, como se vio atrás, ejercen o pueden ejercer funciones tales como las de fijación de objetivos, metas y políticas generales para el manejo de recursos e inversiones, y toman en forma permanente decisiones de negociación y contratación que comprometen patrimonialmente a la empresa.

De allí que los tesoreros y demás funcionarios con respecto de los cuales puedan predicarse los presupuestos jurídicos y fácticos enunciados se encuentran sometidos al régimen legal de los administradores de las

instituciones financieras, integrado, entre otros aspectos, por los deberes y las reglas de conducta (artículos 72 y ss. del EOSF), las reglas relativas a la competencia y a la protección del consumidor (artículos 98 y ss. del EOSF), así como por las sanciones aplicables a los administradores en caso de violación de sus obligaciones legales o estatutarias (arts. 209 y ss. del EOSF).

De dicho marco normativo se extractan algunas reglas de conducta puntuales y pertinentes al tema que nos ocupa, como son:

- El deber de abstenerse de violar cualquiera de las normas legales o estatutarias referentes a la seguridad de los negocios.
- El deber de abstenerse de hacer acuerdos o convenios o incurrir en prácticas que, directa o indirectamente, tengan por objeto impedir, restringir o falsear el juego de la libre competencia dentro del sistema financiero.

El deber de abstenerse de incurrir en prácticas que tiendan a establecer competencia desleal, y de convenir cláusulas que por su carácter exorbitante puedan afectar el equilibrio de la relación o dar lugar a un abuso de posición dominante.

- El deber positivo de emplear la debida diligencia en la prestación de servicios a los clientes.

Por otra parte, y ya en el marco de la autorregulación del mercado, los diferentes agentes institucionales se encuentran sometidos a los códigos de conducta adoptados por los gremios correspondientes, como sucede en el caso de los comisionistas de bolsa, de las sociedades fiduciarias y de otras instituciones financieras.

Complementando el anterior marco normativo, la Ley 222 de 1995 –reformativa del Código de Comercio–, cuya normatividad en este punto resulta aplicable a las instituciones financieras organizadas como sociedades anónimas en virtud del principio de complementariedad de las normas del derecho mercantil con respecto a las normas del derecho financiero (art. 2034

del Código de Comercio), introdujo importantes modificaciones al régimen de los administradores, que pueden reseñarse como sigue:

- Son administradores de la sociedad comercial el representante legal, el liquidador, el factor, los miembros de juntas o consejos directivos, y quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o tengan esas funciones (artículo 22).
- Los administradores deben obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios; sus actuaciones deben cumplirse en interés de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de los asociados (artículo 23).
- Entre los deberes especiales de los administradores, se cuentan los siguientes (artículo 24):
 - a) Realizar los esfuerzos conducentes al adecuado desarrollo del objeto social.
 - b) Velar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales o estatutarias.
 - c) Abstenerse de utilizar indebidamente información privilegiada.
 - d) Abstenerse de participar por sí o por interpuesta persona en interés personal o de terceros, en actividades que impliquen competencia con la sociedad o en actos respecto de los cuales exista conflicto de intereses, salvo autorización expresa de la junta de socios o asamblea general de accionistas.

A este marco de derecho positivo se pueden agregar otros preceptos éticos acuñados por la doctrina con fundamento en la práctica centenaria de los banqueros, como son otorgar servicios únicamente para transacciones legítimas y prudentes, y evitar conductas o prácticas que promuevan o animen la especulación.

NOCIÓN Y RÉGIMEN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

La configuración de conflictos de interés en el mercado financiero resulta particularmente nociva y preocupante, en la medida en que las operaciones de las entidades que en el mismo actúan como proveedoras de servicios tienen por objeto el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, como medio para la movilización de fondos líquidos destinados a irrigar el sistema económico, y su continuidad depende esencialmente de la confianza del mismo público en el sistema.

De allí que los conflictos de interés perturban el ordenado desenvolvimiento del mercado, en la medida en que les restan transparencia a las operaciones, impiden, restringen o falsean el libre juego de la libre competencia, y perjudican injustificadamente a los consumidores, en atención a lo cual resulta de particular importancia su oportuna identificación y prevención por parte de los operadores y de los usuarios, o su represión ejemplar por parte de las autoridades competentes.

Nación y elementos

Diversas definiciones del término «conflicto de interés» han sido acuñadas por la normatividad y la doctrina colombianas.

Para la Superintendencia de Valores, «se entiende por conflicto de interés la situación en virtud de la cual una persona en razón de su actividad se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales» (Circular Externa 024 de 1992).

La jurisprudencia estima que «el conflicto de interés se presenta cuando hay disparidad en los motivos que persiguen quienes intervienen en la relación jurídica, de ahí que el estatuto financiero imponga un deber de abstención, y cuando (sic) este se incumple, el organismo de control califica el conflicto, surge, pues, de actuaciones individuales, sometidas al escrutinio de quien tiene competencia para su calificación» (Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, sentencia del 6 de febrero de 1995, expediente No. 5277, magistrado ponente Dr. Delio Gómez Leyva).

De las definiciones transcritas emergen como elementos centrales del concepto de «conflicto de interés» en el derecho colombiano, los siguientes:

1. La existencia de intereses y cursos de acción dispares o incompatibles en el marco de una relación jurídica en la cual interviene como parte cuando menos una institución financiera.
2. El deber de lealtad de la institución financiera para con su cliente, originado en el contrato o en la ley y conforme a la respectiva relación comercial, que le impide a aquélla tomar decisiones o actuar en favor de sus propios intereses o de los de un tercero y en detrimento de los intereses de su cliente, so pena de las sanciones legales del caso.

Igualmente, se hace manifiesta la imposibilidad en que se encuentran las autoridades de calificar *ex ante* una determinada operación como constitutiva de conflicto de interés, puesta en evidencia con el naufragio jurídico de la estrategia regulatoria adoptada tiempo atrás por la Superintendencia Bancaria mediante la expedición de la Resolución 3465 de 1992, norma anulada por el Consejo de Estado en la misma sentencia del 6 de febrero de 1995 antes citada.

No obstante, es preciso advertir también que la referida imposibilidad de calificación previa del conflicto de interés no resulta predicable frente a los proveedores de los servicios cuya prestación puede dar lugar a tales conflictos, pues éstos, a diferencia de los supervisores gubernamentales, son agentes profesionales del mercado y tienen en su poder todos los elementos fácticos, jurídicos y económicos emanados de su relación con el cliente y requeridos para poder establecer de antemano si una determinada operación puede o no derivar en uno de tales conflictos. De allí que la responsabilidad primaria en cuanto a la identificación y prevención de los conflictos de interés se encuentre radicada en los administradores de las instituciones financieras, quienes al desplegar tales conductas honran en debida forma su posición y las obligaciones legales y contractuales contraídas con los consumidores de servicios financieros, y al obviarlas por dolo o negligencia faltan a los deberes que la normatividad y la ética les imponen.

Derecho positivo

La ley consagra expresamente la ilicitud de los conflictos de interés, al tiempo que asigna competencia al Estado, representado por los órganos reguladores y supervisores de los mercados financieros y de capitales, para calificar *ex post* una operación como constitutiva de conflicto de interés e imponer las correspondientes sanciones a los responsables de la violación del referido deber de abstención.

El artículo 46, literal d) del EOSF dispone como objetivo de la intervención del gobierno nacional en las actividades financiera y aseguradora que las operaciones de las entidades objeto de la intervención se realicen en adecuadas condiciones de seguridad y transparencia.

Los artículos 75 y 76 del EOSF contienen el régimen de incompatibilidades e inhabilidades de los directores y representantes legales de los establecimientos de crédito y de las sociedades de servicios financieros.

El artículo 119, numeral 3, literal e) del EOSF establece que las operaciones realizadas entre una entidad matriz y sus filiales de servicios financieros –sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía, sociedades comisionistas de bolsa y almacenes generales de depósito– no pueden implicar conflictos de interés entre las entidades intervinientes, y faculta a la Superintendencia Bancaria para calificar, de oficio o a petición de parte, la existencia de tales conflictos, previa consulta al consejo asesor.

El artículo 151, numeral 6 del mismo estatuto dispone que las instituciones fiduciarias que celebren y ejecuten negocios de fideicomiso de inversión deberán abstenerse de realizar cualquier operación que pueda dar lugar a conflictos de interés entre el fiduciario y el constituyente o adherente, o entre el fiduciario y el beneficiario designado.

El artículo 158, numeral 1 del EOSF impone a las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía, a sus directores, administradores y representantes legales, la obligación de abstenerse de realizar cualquier

operación que pueda dar lugar a conflictos de interés entre cualquiera de las mencionadas personas o los accionistas o aportantes de capital y el fondo que aquéllas administran. La misma norma faculta a la Superintendencia Bancaria para calificar, de oficio o a petición de parte, la existencia de conflictos de interés, previa consulta al consejo asesor.

Según se indicó anteriormente, la calificación de los conflictos de interés debe realizarse por parte de los reguladores con posterioridad a la ocurrencia de la operación respectiva. Sin perjuicio de las responsabilidades civiles o penales a que hubiere lugar, la calificación de una determinada operación como constitutiva de conflicto de interés puede dar lugar a la aplicación de sanciones personales e institucionales por parte de la Superintendencia Bancaria, de conformidad con el régimen común recogido en los artículos 209 y ss. del EOSF, por tratarse de la violación de un deber legal –de abstención–, a cuya observancia se encuentran sujetas tanto las entidades vigiladas como sus administradores.

La Circular Externa 024 de la Superintendencia de Valores regula el tema de los conflictos de interés en relación con las sociedades comisionistas de bolsa. En adición a la definición del término, atrás transcrita, dicha circular considera que hay conflicto de interés «cuando la situación llevaría a la escogencia entre: 1) la utilidad propia y la de un cliente; 2) la de un tercero vinculado al agente y un cliente; 3) la utilidad del fondo de valores que administra y la de un cliente; 4) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado».

Uso indebido de información privilegiada

Íntimamente ligado con los conflictos de interés se tiene el tema del uso indebido de información privilegiada, fenómeno que, al igual que aquéllos, atenta contra la transparencia del mercado. En esta perspectiva, el mercado de valores puede ser considerado como un gran sistema de información en el cual la formación de precios de los activos transados se desprende en gran medida de la oportunidad, claridad y suficiencia de la información suministrada a los operadores, por lo cual las legislaciones toman especial cuidado para asegurar niveles adecuados de transparencia en el manejo de la información.

A continuación se presenta un resumen del tratamiento legal y reglamentario de la materia en Colombia.

Ley 45 de 1990

El artículo 75 de la Ley 45 de 1990 es del siguiente tenor: «Ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada, so pena de las sanciones de que trata el literal a) del artículo 60. de la Ley 27 de 1990.

«Incurrirán en la misma sanción las personas que hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores, cuando aquéllas o éstos realicen alguna de las siguientes conductas:

- a) Suministren dicha información a un tercero que no tiene derecho a recibirla, o
- b) En razón de dicha información, aconsejen la adquisición o venta de un valor en el mercado.

Para estos efectos se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores».

El análisis de la disposición transcrita revela los siguientes elementos:

- Son beneficiarios de la protección allí consagrada las personas que puedan resultar perjudicadas con la utilización indebida de información privilegiada, y en particular los inversionistas que adquieran o vendan valores en detrimento de sus intereses en el marco de operaciones influenciadas por ese tipo de información.

Así, para que la referida normatividad pueda entrar en acción se requiere la existencia de una o varias operaciones en el mercado –normalmente

enderezadas a la adquisición o a la enajenación de valores–, en las cuales se haya empleado la información privilegiada con el propósito de favorecer ilegítimamente los intereses de una de las partes en detrimento de los de su contraparte contractual, dando lugar a perjuicios concretos cuya indemnización puede y debe procurarse al amparo de la ley.

- En este orden de ideas, la ley impone un deber de abstención a los poseedores de información privilegiada, para precaver que en una u otra forma actúen en el mercado usando dicha información.
- Por lo que hace a los sujetos destinatarios de la prohibición se tiene, en primer término, a la comunidad en general, en tanto cualquier persona pretenda o pueda consumir operaciones sobre valores en el mercado empleando información privilegiada, ya sea en forma directa o por interpuesta persona. Así, incurren en violación quienes en forma directa o a través de terceros llevan a cabo negociaciones de valores en el mercado utilizando para ello información privilegiada, usualmente con el propósito de obtener una utilidad o evitar una pérdida.

En segundo lugar, quedan igualmente cobijadas por la norma aquellas personas que reciban la información privilegiada en ejercicio de sus funciones –por ejemplo, directores o empleados de la entidad emisora–, quienes, en adición a la ya señalada, deben asimismo abstenerse de suministrarla a terceros que no tengan derecho a recibirla.

En tercer lugar, la norma se dirige a los intermediarios de valores –comisionistas de bolsa, corredores independientes, *underwriters*, y sus directivos y empleados–, quienes además de las dos obligaciones mencionadas deben abstenerse de aconsejar la compra o venta de valores con fundamento en la información privilegiada recibida.

Ahora bien, para que se configure la responsabilidad jurídica del sujeto investigado es menester que la actuación pueda calificarse como dolosa –esto es, realizada de mala fe o con la intención de dañar– o culposa –es

decir, negligente o descuidada–, pues no opera aquí la responsabilidad objetiva.

Finalmente, se requiere que la información privilegiada sea material, vale decir, que se trate de información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores.

En punto del régimen sancionatorio y de reparación de perjuicios, la regulación en comento dispone que las personas responsables por su infracción se hacen acreedoras a las sanciones pecuniarias de que trata la letra a) del artículo 6o. de la Ley 27 de 1990, impuestas por parte de la Superintendencia de Valores. En todo caso, estas sanciones administrativas deben entenderse sin perjuicio de otras previstas en disposiciones complementarias, como, por ejemplo, las de carácter penal cuando las conductas consideradas tipifiquen alguno de los delitos previstos por el ordenamiento penal.

El artículo 76 de la Ley 45 de 1990 otorga a los perjudicados con el uso indebido de la información privilegiada, acción de responsabilidad civil para la indemnización de los perjuicios sufridos, dando lugar así a una modalidad de acción de clase que ha de tramitarse por el procedimiento ordinario, pero con observancia de las reglas especiales previstas en el Decreto 3466 de 1982 –Estatuto del Consumidor–.

Ley 190 de 1995

La Ley 190 de 1995 o Estatuto Anticorrupción contempla en su artículo 27 la dimensión penal del tema que nos ocupa, bajo la siguiente concepción:

«Artículo 27. El Código Penal tendrá un artículo con el numeral 148A del siguiente tenor:

“Artículo 148A. Utilización indebida de información privilegiada. El servidor público o el particular que como empleado o miembro de una junta

u órgano de administración de cualquier entidad pública o privada haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de sus funciones, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, sea éste persona natural o jurídica, incurrirá en prisión de dos (2) a seis (6) años e interdicción de funciones por el mismo término de la pena principal”».

De este texto importa destacar la extensión en el cubrimiento de la protección que brinda la norma penal, que va mucho más lejos del recogido en la Ley 45 de 1990, pues fácilmente se aprecia que este tipo penal comprende pero no se circunscribe sólo al empleo o revelación de la información privilegiada en conexión con operaciones celebradas en el mercado de valores, sino que tiene alcance general, siempre que con el uso indebido de la información privilegiada se pretenda obtener provecho para sí o para un tercero.

Circular 24 de 1992 de la Superintendencia de Valores

En este acto administrativo, dirigido a las sociedades comisionistas de bolsa, se define la información privilegiada como «aquella que está sujeta a reserva, así como la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello»; al igual que en las anteriores normas, se prevé aquí que los agentes que intervienen en el mercado deben abstenerse de utilizar información privilegiada en perjuicio de terceros.

Por lo que hace a las obligaciones exigibles de las sociedades comisionistas de bolsa en este ámbito, la norma adopta un tratamiento diferencial, en función de las distintas clases de actividades que la ley autoriza desarrollar a dichas entidades, como son las de intermediación, manejo de portafolios, asesoría y operaciones de posición propia.

En punto de la función de intermediación, las sociedades comisionistas de bolsa y sus funcionarios deben revelar al mercado la información privilegiada sobre la cual no tengan deber de reserva y que estén obligadas a transmitir, al paso que han de guardar reserva respecto de las informaciones de carácter confidencial que conozcan en desarrollo de su actividad, entendiendo por tales aquellas que obtiene en virtud de su relación

con el cliente, que no están a disposición del público y que el cliente no está obligado a revelar.

En el mismo contexto y de acuerdo con el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, deben abstenerse de realizar cualquier operación en el mercado utilizando información privilegiada, así como de suministrar información a un tercero que no tenga derecho a recibirla, y de aconsejar la adquisición o venta de un valor en el mercado.

De cara a la realización simultánea de dos o más de las actividades antes mencionadas, las sociedades comisionistas de bolsa deben establecer una estricta independencia entre los departamentos que prestan asesoría en el mercado de capitales, administran portafolios de inversión de capital extranjero, manejan fondos de valores, y realizar la simple intermediación.

Cuando la entidad preste servicios de asesoría en el mercado de capitales, deberá asegurarse de que la información derivada de tales actividades no esté al alcance, directa o indirectamente, del personal de la propia entidad que trabaje en otro departamento.

Por otra parte, las sociedades cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores, deben comunicar a la Superintendencia de Valores y a las bolsas respectivas los actos y hechos que puedan constituir información privilegiada ocasional, entre los cuales se cuentan cualquier hecho que pueda influir significativamente en la determinación del precio o en la circulación de los valores que hayan emitido, tales como las decisiones de solicitar la admisión a concordato preventivo de la sociedad emisora, fusionarla, transformarla, cambiar su actividad social, readquirir o emitir acciones, cancelar la inscripción de valores en bolsa o en el Registro Nacional de Valores, el traspaso masivo de valores entre los accionistas, los cambios de importancia en los precios de venta de sus productos o servicios o en los precios de compra de sus más importantes insumos, los planes de inversión que aumenten los activos de la sociedad en más de un 20%, la imposibilidad de la sociedad para cumplir sus obligaciones mercantiles o el temor razonable de llegar a dicho estado, y cualquier aumento, disminución, apropiación o distribución, de importancia material, que afecte las cuentas que componen el patrimonio de la entidad emisora de los valores.

Para asegurar la transparencia del mercado, la Superintendencia de Valores puede ordenar la publicación de la información privilegiada ocasional antes mencionada en periódicos de circulación nacional con cargo y por cuenta de la entidad emisora, o que la información sea difundida al inicio de las transacciones apropiadamente.

CONFLICTOS DE INTERÉS EN LAS OPERACIONES DE TESORERÍA

Con base en los marcos conceptuales planteados en los puntos anteriores, pasamos ahora a explorar algunas facetas específicas resultantes de su interacción, en el campo de las operaciones de tesorería.

Como punto de partida del ejercicio recordamos que, en consonancia con los esquemas operativos previstos en la ley, las operaciones de tesorería de las instituciones financieras pueden efectuarse por cuenta y en interés propios de la entidad, o en interés y por cuenta de sus clientes.

En la primera hipótesis, la entidad toma posición propia en la operación, empleando sus propios recursos, y los resultados del negocio recaen en forma directa y total sobre su patrimonio. Con este escenario, la entidad celebra con el tercero un contrato para la adquisición o enajenación –transitoria o en firme– de papeles, que en algunas ocasiones se agota en sí misma, como por ejemplo en las compraventas en firme de títulos, y en otras deriva en una operación activa de crédito a su favor o a su cargo, cuya rentabilidad está dada por un margen resultante de la diferencia entre la tasa de captación de los recursos empleados y la tasa de colocación de los mismos, tal como ocurre en las operaciones de reporte activo o pasivo, en las operaciones carrusel y en el descuento de títulos valores.

En el segundo supuesto, la institución obra por cuenta y en interés de un tercero cliente suyo, en el marco de aquellos servicios fiduciarios que de acuerdo con su régimen legal especial le esté autorizado prestar.

En este sentido, las sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa y administradoras de fondos de pensiones y de cesantía pueden, además, operar en el mercado bursátil o extrabursátil por cuenta y en interés de los

constituyentes, fideicomitentes, comitentes o fondos, según el caso, con arreglo a las previsiones contenidas en los contratos respectivos y en la ley. Por su parte, los establecimientos de crédito deben limitarse por este aspecto a obrar en calidad de agentes de registro y transferencia de valores de sus clientes o como depositarios de tales activos (art. 118 del EOSF), estándoles legalmente vedada hasta la fecha la realización directa de otras actividades de intermediación en el mercado de valores.

De esta manera, las instituciones financieras les procuran liquidez a sus clientes o les facilitan la colocación de excedentes monetarios, mediante el acercamiento de las partes para la adquisición o enajenación, temporal o definitiva, de papeles por parte de terceros, sin que ello implique compromiso para los recursos propios. En este evento las entidades cumplen, en mayor o menor grado, según su régimen legal, una función de mediación en el mercado, vale decir, de acercamiento entre quien desea enajenar títulos y quien desea adquirirlos, dando lugar a una utilidad para sí expresada en términos de comisiones por el servicio prestado.

Operaciones entre entidades vinculadas

Los conflictos de interés que pueden presentarse entre entidades vinculadas se originan en razón de la existencia de conglomerados o grupos financieras, figura por lo demás reconocida y propiciada por nuestra legislación a partir de la expedición de la Ley 45 de 1990, como esquema para la organización del sector.

Los grupos financieros se conforman a partir de las relaciones de control existentes entre una entidad matriz –establecimiento de crédito– y una o varias entidades filiales –establecimientos de crédito o sociedades de servicios financieros–, articuladas con fundamento en el régimen de inversiones de capital de que tratan los arts. 8o., numerales 1, 2 y 3; 15 y 20, numeral 2; 110, numerales 1 y 2; y 119, numeral 1, del EOSF.

Ahora bien, y claro está sin perjuicio de las restricciones expresamente previstas en la ley –por ejemplo, los numerales 2 y 3 del literal a) del artículo 119 del EOSF en punto de las operaciones entre matrices y filiales, y las

prohibiciones establecidas para los fondos de pensiones (artículo 11 de la Resolución 1630 de 1994 de la Superintendencia Bancaria) y para los fondos de cesantías (artículo del Decreto 1885 de 1994), entendemos que las entidades financieras vinculadas pueden a nuestro juicio llevar a cabo entre sí operaciones de tesorería en el marco de sus operaciones autorizadas, ya sea en forma directa o a través del mercado bursátil.

Al respecto piénsese, por ejemplo, en la compra y venta de títulos de renta fija realizadas entre el banco matriz y su corporación financiera o compañía de financiamiento comercial filial, o entre una corporación de ahorro y vivienda matriz y una sociedad fiduciaria filial, o entre un fondo común ordinario operado por una sociedad fiduciaria y una corporación de ahorro y vivienda, perteneciendo aquélla y ésta a un mismo grupo empresarial.

En este orden de ideas, cabe indagar por los presupuestos de configuración del conflicto de interés, asunto en relación con el cual encontramos que, a la luz de los elementos del concepto planteados anteriormente, existirá conflicto de interés en aquellos casos en que concurren dichos elementos –intereses y cursos de acción dispares o incompatibles, deber de lealtad del agente financiero–, así como cuando los términos de las operaciones atenten contra la transparencia del mercado, impidan, restrinjan o falseen el juego de la libre competencia en el mercado, o afecten injustificadamente los intereses de uno o más de quienes en ellas intervienen.

Así ocurriría en aquellos casos en que una entidad financiera celebra con otra, vinculada, un contrato para la adquisición o enajenación de papeles, con cargo ambas a sus respectivas posiciones propias de tesorería y con el fin de ocultar pérdidas o trasladar utilidades que permitan mejorar o empeorar la presentación de resultados operacionales, como también cuando dos operadores institucionales vinculados prefieran la utilidad de una operación sacrificando la transparencia del mercado.

A contrario sensu, entendemos que cuando la operación considerada se lleve a cabo en condiciones normales de mercado, esto es, en condiciones similares o superiores a las pactadas con la entidad vinculada, que hubieran podido ser convenidas con cualquier otro operador no vinculado, no habrá lugar a predicar el conflicto de interés.

Entre estos casos y también por vía simplemente enunciativa contamos la celebración de operaciones de repo entre establecimientos de crédito vinculados, la compra de CDT del banco matriz o la compra de TES en el mercado secundario que del mismo banco hiciere una sociedad fiduciaria para un fondo común ordinario o especial de inversión, siempre que las condiciones económicas y jurídicas de la operación –riesgo, plazo, tasa, liquidez y modalidad contractual– resulten similares o superiores para el fondo inversionista con respecto a las ofrecidas por otros agentes del mercado al momento de celebrarse la operación, y no se atente contra la transparencia e integridad del mercado.

Otro tanto puede decirse de las operaciones de tesorería que puedan llevarse a cabo entre una entidad financiera y sus administradores o sus accionistas no controladores, escenarios con respecto a los cuales estimamos aplicables los mismos parámetros de evaluación que se acaban de exponer.

Desde luego, hay que ser conscientes de las dificultades prácticas que en Colombia existen al día de hoy para determinar las «condiciones normales de mercado» con respecto a una operación determinada, en atención al *modus operandi* de las negociaciones y a la ausencia de mecanismos de información que, como en el caso del Nasdaq estadounidense, del Mercado Abierto Electrónico, del MAE argentino o de la Andima en el Brasil, permitan a los operadores conocer en forma oportuna, completa y fidedigna el estado de las cotizaciones de oferta y demanda vigentes para un papel.

Sin embargo, esas y otras dificultades prácticas no pueden excusarnos de ahondar en la discusión y tratamiento regulatorio y operativo de materias como las que aquí se han comentado, ni pueden liberar al sector financiero del ineludible compromiso de proseguir la tarea permanente e interminable de profesionalización en el manejo de las tesorerías.

Conflictos de Interés entre la Institución financiera y sus clientes

En este ámbito se han de considerar en primer término los conflictos de interés a que pueden verse sometidos los comisionistas y administradores de portafolio que actúan en el mercado por cuenta de sus clientes, terreno en el

cual se observa que los conflictos de interés pueden presentarse cuando el gestor prefiere la utilidad propia o la de un tercero vinculado sobre la del cliente, o la utilidad de un fondo que administra sobre la de otro cliente.

Tal sería el caso de la sociedad fiduciaria que actúa como contraparte de un fondo o fideicomiso que administra, o que celebra otro tipo de autocontratos para la adquisición o enajenación de activos cuyo manejo le ha sido confiado (por ejemplo, entre dos fideicomisos mercantiles). Así mismo caben en esta hipótesis el caso de una administradora de fondo de pensiones que favorece la utilidad de un agente vinculado por encima de la de portafolio administrado, y el de la sociedad comisionista de bolsa que emplea información privilegiada en la celebración de operaciones contra su posición propia.

En segundo lugar, hay que mencionar aquellos conflictos que en ocasiones se suscitan entre la entidad financiera y su cliente con ocasión del incumplimiento de normas prudenciales y de seguridad básicas –por ejemplo, por el inadecuado soporte documental de los negocios–, de la realización de operaciones en condiciones especulativas, o de la celebración y ejecución de operaciones por cuenta y en interés de terceros que no reúnen las condiciones de transparencia deseables, particularmente en términos del no suministro de información a los clientes sobre las opciones del mercado.

PERSPECTIVAS DE LA ADMINISTRACIÓN
DE ACTIVOS Y PASIVOS EN COLOMBIA

165

María Claudia Correa Ordóñez
Jefe de despacho de la Superintendencia Bancaria

167

Gestión de activos y pasivos:

Hacia una mayor eficiencia financiera

El objetivo de este artículo es analizar las metas y los lineamientos generales de la norma sobre gestión de activos y pasivos expedida recientemente por la Superintendencia Bancaria¹, con la cual se integra un esquema de regulación prudencial adecuado a las condiciones del sector financiero colombiano.

El objetivo de la supervisión financiera llevada a cabo por la Superintendencia Bancaria es garantizar la solvencia y estabilidad del sector financiero. Esto no puede ser desarrollado en un vacío; por el contrario, se ha de tener en cuenta el marco regulatorio en el que se desempeña el sector, así como su grado de desarrollo, y prever eventuales cambios en ese marco, o en el entorno macroeconómico o del negocio que incidan en la estabilidad del sector.

Al respecto, a partir de 1990, con la expedición de la Ley 45 de ese año, y especialmente de la Ley 35 de 1993, el sector ha experimentado cambios profundos no sólo en su estructura y en el volumen de sus negocios, sino

1. Resolución 001 de 1996 y Circular Explicativa 24 de 1996.

también en la estrategia misma y el tipo de negocios que pueden desarrollar las entidades. En ese sentido, la política de supervisión financiera ha debido adecuarse a las nuevas realidades.

La política de supervisión financiera se fundamenta en tres elementos: regulación prudencial, información calificada, homogénea y sobre bases consolidadas, y un sistema de vigilancia directa. La regulación prudencial busca un adecuado control y cubrimiento de los riesgos del negocio financiero a través de sus distintos elementos: margen de solvencia (relación de activos ponderados por riesgo a patrimonio técnico), límites a la concentración del riesgo crediticio, normas sobre calificación y clasificación de cartera de créditos, valoración de inversiones a precios de mercado y normas sobre gestión de activos y pasivos. En ese sentido, con esta última normatividad se completa un marco de regulación prudencial que se considera adecuado para el grado de desarrollo del sector. Las normas en mención, para tranquilidad de la Asociación Bancaria, no incorporan los últimos avances en materia de cuantificación de los riesgos de mercado y exigencias de patrimonio adecuado introducidos por el Comité de Basilea, pero permiten establecer las bases para su desarrollo en el mediano plazo.

Adicionalmente, la disponibilidad oportuna de información de buena calidad y el avance, aunque relativo, en las prácticas de supervisión directa, aseguran en conjunto una política de supervisión moderna y eficiente.

Por otra parte, es importante tener en cuenta cómo el marco de supervisión actual resulta de la combinación de estándares internacionales con esquemas y desarrollos propios. Refleja, así mismo, un proceso de modernización institucional tanto dentro de la Superintendencia como en las mismas entidades vigiladas. En la medida en que este proceso de modernización no cobija la totalidad de los procesos de supervisión, el marco de supervisión vigente debe necesariamente coexistir con regímenes previos, cuyas características corresponden al pasado.

Esta calificación del marco de supervisión es importante en la medida en que con la expedición de la norma sobre gestión de activos y pasivos se consolida una estrategia de supervisión fundamentada en la responsabilidad de los

gerentes de administrar adecuadamente los riesgos de su negocio, con requerimientos mínimos de información a la Superintendencia. Esta estrategia se esbozó en las normas de calificación de riesgo crediticio y se estableció explícitamente en las normas de valoración de inversiones a precios de mercado. Su aplicación debe preparar el terreno para el desarrollo en el mediano plazo de esquemas de supervisión fundamentados en autorregulación.

GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

El objetivo de la Resolución 001 de 1996 es lograr un manejo adecuado de tres de los riesgos existentes en el negocio financiero: liquidez, tasa de interés y tasa de cambio. Estos riesgos son inherentes al negocio financiero y de su administración es de donde se deriva una parte importante de las utilidades de las entidades. Inicialmente tiene carácter obligatorio para los establecimientos de crédito en lo que concierne al riesgo de liquidez, así como para aquellos establecimientos de crédito con mayor volumen de activos o con importantes negocios en moneda extranjera en lo que concierne a los otros dos riesgos, respectivamente; no obstante, es aplicable a cualquier entidad financiera y así deberá extenderse su aplicación posteriormente.

En efecto, estos riesgos aparecen en el proceso de transformación de plazos, en las diferencias en montos intermediados y en los tipos de instrumentos utilizados. En la medida en que la estructura financiera, por definición, no presenta una correspondencia perfecta entre los activos y los pasivos aparece un riesgo de liquidez, de pérdidas excesivas o de baja rentabilidad. En el mismo sentido operan la actividad de las entidades financieras en diferentes mercados y divisas. Por su parte, las condiciones de operación de las tesorerías generan diferencias en los riesgos asumidos por cada institución. Finalmente, los cambios en la política económica y monetaria y en general, de las condiciones del mercado, tienen efectos importantes sobre los riesgos de mercado enfrentados.

Los requerimientos de la norma sobre gestión de activos y pasivos se refieren a la obligación de las entidades de efectuar mediciones simples de estos riesgos, en el entendido de que estas mediciones permitirán un mejor manejo

de los mismos y una mayor rentabilidad, al inducir el uso de mecanismos que permiten minimizar eventuales condiciones adversas del negocio.

En forma consecuente la Superintendencia no pretende calificar el manejo del riesgo de cada entidad. Como se verá más adelante, en el caso de liquidez se considera como de alto riesgo el mantenimiento de un faltante de liquidez a tres meses durante dos evaluaciones seguidas. En el caso del riesgo de tasa de interés y de tasas de cambio, únicamente establece la obligación de efectuar provisiones en el evento en que una entidad tenga una exposición al riesgo mayor que el promedio de su mismo tipo más una desviación estándar. El objetivo de la norma es, entonces, hacer más eficiente la gestión propia de las entidades, pero no encasillarlas en un manejo definido del riesgo.

En la medida en que una entidad posea un manejo del riesgo con características superiores a las que suponen las mediciones establecidas en la Resolución 001, podrá optar por un esquema de medición consecuente, previa su aprobación por parte de la Superintendencia Bancaria. En la resolución se establecen los parámetros que se deben seguir para la aprobación de métodos alternativos de medición de riesgos.

Antes de iniciar la presentación de los requerimientos establecidos en cada uno de los riesgos mencionados es importante hacer explícitos los avances en términos de gestión que supone la norma. Ante todo ésta supone la formalización de procesos existentes dentro de las entidades en lo que se refiere al manejo de los diferentes rubros del balance y de su gestión; requiere hacer explícitos responsabilidades y criterios dentro de la organización y, fundamentalmente, la coordinación entre las diferentes áreas. Este es el sentido de la creación del Comité de Gestión de Activos y Pasivos.

RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez es la contingencia de que la entidad incurra en pérdidas excesivas por la venta de activos y la realización de operaciones con el fin de lograr la liquidez necesaria para poder cubrir sus obligaciones.

Este riesgo resulta de la transformación de plazos implícita en el negocio financiero y de la estrategia seguida de escogencia entre liquidez y rentabilidad, de los riesgos operacionales derivados de fallas humanas, tecnológicas y de procedimiento, de la concentración de negocios y, obviamente, de las condiciones del mercado.

El proceso para llevar a cabo la evaluación del riesgo de liquidez es el siguiente:

1. Análisis de maduración del balance de mínimo un año.
2. Clasificación de los saldos del balance por vencimientos contractuales y esperados dentro de las bandas de tiempo establecidas por la Superintendencia.
3. Determinar la brecha de liquidez de cada banda (k) y acumulada, definida como:

$$(A_k + CD_k) - (P_k + Ca_k)$$

Definición que en términos cotidianos se refiere al neto del flujo de caja proyectado de la entidad.

4. Determinar la exposición significativa al riesgo de liquidez.

Se considera que existe una exposición significativa a este riesgo cuando la brecha acumulada de liquidez para los tres meses es negativa, es decir, existe un valor en riesgo por liquidez, y su valor absoluto es mayor que la suma de los activos netos² no incluidos en el cálculo de la brecha mencionada.

En términos de regulación prudencial se estableció que una entidad financiera no puede presentar esta situación en dos evaluaciones sucesivas, o sea durante un bimestre, requisito que se enmarca dentro de principios de prudencia, sin ser restrictivo.

2. Los activos líquidos netos se definen como la suma del disponible, los fondos interbancarios netos y las inversiones negociables.

RIESGO DE TASA DE INTERÉS

Este riesgo se define como la contingencia de que cambios en las tasas de interés afecten el valor de mercado del patrimonio de una entidad. Estos cambios se producen porque el valor presente neto de los flujos, y en ocasiones los flujos mismos, varía cuando fluctúan las tasas de interés.

La posición de riesgo por tasa de interés de una entidad depende de cómo estructure sus activos y pasivos. Es decir, de la combinación que realice de plazos, instrumentos, modalidad de tasa y monedas, y de la temporalidad y magnitud de los pagos que resulten.

El riesgo de tasa de interés tiene dos dimensiones que actúan en sentido opuesto: el riesgo de precio, que es la variación potencial en el valor presente de los instrumentos por cambios en las tasas, y el riesgo de reinversión, que es la variación potencial de los rendimientos esperados por cambios en las tasas a las que se pueden reinvertir los flujos recibidos antes del vencimiento.

El riesgo de tasa de interés se mide mediante la estimación de la duración. La duración es el tiempo promedio ponderado en el cual se esperan recibir los flujos de efectivo de un instrumento financiero. Y en el agregado, es la madurez efectiva promedio (su suma ponderada) de los componentes del balance. Además es una fórmula matemática que permite medir la sensibilidad del valor económico del balance ante cambios en las tasas de interés.

Se calcula como:

$$UR = \frac{\sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+i_j)^j}}{VPN}$$

donde,

F_j: Flujo de fondos al final del período *j*

tj: Número de períodos entre el momento del cálculo y el vencimiento del flujo j

ij: Tasa de descuento para el plazo j (según Res. 200/95)

n: Número de flujos de fondos futuros pendientes

La duración de la brecha de tasa de interés para el agregado del balance se calcula como:

$$\text{DURGAP}_k = \text{DURAct}_k - A_k * \text{DURPas}_k$$

donde,

$\text{DURAct}_k, \text{DURPas}_k$ = Duración agregada de los activos y pasivos en la banda k .

$$A_k = \text{Pasivos}_k / \text{Activos}_k$$

De esta manera, la duración de la brecha de tasa de interés incorpora de manera simultánea el efecto de cambios en las tasas de interés referidas a los activos y pasivos.

La derivada de la duración con respecto a cambios en la tasa de interés (i) mide la sensibilidad del balance a cambios en las tasas de interés.

Si Y es la tasa interna de retorno de un instrumento, entonces la sensibilidad ($\Delta P/P$) a cambios en la tasa de interés i es:

$$\Delta P/P = \left[-\frac{\text{DUR}}{(1+Y)} \right] * \Delta i$$

Por consiguiente, la sensibilidad del valor económico del patrimonio a cambios en la tasa de interés i , es:

$$\Delta PL_k = \left[- \frac{DUR_{GAPk}}{(1+Y_k)} * AL_k \right] * \Delta ik$$

donde:

ΔPL_k Cambio en el valor patrimonial para la banda k .

DUR_{GAP_k} : Duración de la brecha de tasa de interés para moneda legal o extranjera de la banda k .

Δik : Variación máxima probable en las tasas de interés para el plazo k .

Y_k : Rentabilidad promedio ponderada de los activos de la banda k .

$AL_k =$ Total de activos en moneda legal de la banda k .

Con base en la aplicación de los anteriores conceptos, el proceso para la evaluación del riesgo de tasas de interés es el siguiente:

1. Identificar los activos y pasivos con costos o rendimientos (es decir, sensibles a cambios en las tasas de interés) en un horizonte de mínimo un año.
2. Estimar los flujos de caja de los activos y pasivos y clasificarlos en las bandas de tiempo establecidas por la Superintendencia Bancaria.
3. Calcular las duraciones por bandas de tiempo (activo, pasivo y brecha de tasa de interés).
4. Estimar la sensibilidad del valor económico del patrimonio utilizando las variaciones máximas probables de tasa de interés. Estas variaciones máximas probables serán calculadas por la Superintendencia Bancaria.

5. Estimar el valor porcentual en riesgo por cambios en la tasa de interés como la sumatoria de los resultados negativos de las bandas sobre el valor patrimonio técnico de la entidad.

Una entidad sólo debe efectuar provisiones por exposición significativa al riesgo de tasa de interés cuando su valor porcentual en riesgo es superior al promedio de esta variable para entidades de su mismo tipo más una desviación estándar, de acuerdo con la siguiente formulación:

Valor porcentual en riesgo por tasa de interés

$$VR_j\% = VR_j (\$) / PT_j$$

Si $VR_j > (m+s)$, el valor de la provisión será igual a:

$$P_j = (VR_j - m) * PT_j$$

donde:

- P_j = Valor a provisionar por el riesgo de tasa de interés.
- VR_j = Valor porcentual en riesgo de la entidad j .
- m = Media aritmética de la distribución de valores porcentuales en riesgo por tasas de interés de entidades del mismo tipo.
- s = Desviación estándar de la distribución de valores porcentuales en riesgo por tasa de interés de entidades del mismo tipo.
- PT_j = Patrimonio técnico de la entidad j .

RIESGO DE TASA DE CAMBIO

Este riesgo se define como la contingencia de cambios en el valor del patrimonio por variaciones en las tasas de cambio de las divisas en las cuales la entidad mantiene posiciones. Este riesgo resulta de mantener posiciones largas o cortas en alguna divisa y, obviamente, de movimientos adversos en las tasas de cambio.

El proceso para la evaluación del riesgo de tasa de cambio es simple:

1. Calcular las posiciones netas en cada divisa, es decir, la diferencia entre activos y pasivos, y expresarlas en moneda legal.
2. Cada posición neta debe afectarse por la variación máxima probable en las tasas de cambio. Estas variaciones serán calculadas por la Superintendencia Bancaria.
3. Determinar el valor en riesgo por tasa de cambio, como la suma de los valores negativos calculados en el numeral anterior dividida por el patrimonio técnico de la entidad.

Al igual que en el caso del riesgo por tasa de interés, una entidad sólo debe efectuar provisiones por exposición significativa al riesgo de tasa de cambio, cuando su valor porcentual en riesgo es superior al promedio de esta variable para entidades de su mismo tipo más una desviación estándar, de acuerdo con la siguiente fórmula:

Valor porcentual en riesgo por tasa de cambio

$$\begin{aligned} & \text{VR}_j \% \text{ VR}_j (\$) / \text{PT}_j \\ \text{Si } & \text{VR}_j > (\mu + \sigma) \\ & P_j = (\text{VR}_j - \mu) * \text{PT}_j \end{aligned}$$

donde:

$P_j =$ Valor a provisionar por el riesgo de la tasa de cambio.

$\text{VR}_j =$ Valor porcentual en riesgo de la entidad j .

$\mu =$ Media aritmética de la distribución de valores porcentuales en riesgo por tasa de cambio de entidades del mismo tipo.

$\sigma =$ Desviación estándar de la distribución de valores porcentuales en riesgo por tasa de cambio de entidades del mismo tipo.

$\text{PT}_j =$ Patrimonio técnico de la entidad j .

CONCLUSIONES

Las conclusiones de lo anteriormente expuesto son las siguientes:

En primer lugar, la metodología de medición propuesta es simple y puede considerarse como preliminar en el sentido de que supone un desarrollo posterior por parte de las entidades.

En segundo término, supone un conocimiento extenso de las operaciones dentro de cada entidad. Este conocimiento es el que permite la formalización de los distintos procesos, formalización requerida para llevar a cabo una adecuada medición de los riesgos contemplados en la norma.

En tercer lugar, así como la norma supone desarrollos posteriores en la medición de los riesgos, esta medición, al inducir un mejor manejo de éstos, debe promover el desarrollo de procedimientos modernos de tesorería, así como de mecanismos de cobertura.

Finalmente, la norma sobre gestión de activos y pasivos no debe traducirse en la constitución de provisiones significativas. De lo que se trata es de inducir una gestión efectiva, la cual ha de traducirse en un mejor control de la exposición al riesgo y en una mejora en el resultado financiero de las entidades. Por supuesto también tiene efectos importantes en el fortalecimiento del equipo gerencial y en la capacidad de cambio y adaptación de la entidad a retos del entorno.

Daniel Fernando Botargués
Vicepresidente de la oficina central del Citibank en Nueva York

181

Los conceptos que se van a tratar en esta conferencia no son nuevos, todo el mundo los conoce, pero la incidencia, las regulaciones y lo que implica este manejo cada vez son más importantes, hasta el punto de que los países desarrollados están exigiendo que los bancos asignen capital por todos los riesgos del mercado que asumen. Esto significa que los bancos de países desarrollados no van a tener que asignar únicamente capital por los riesgos de crédito, sino que también van a hacerlo por los riesgos de mercado.

RIESGOS DE MERCADO O GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

Cuando se termina un ejercicio fiscal y finaliza un determinado período, se hace un balance. Se podría pensar que ese balance no tiene riesgos, que los riesgos están en el crédito y que no hay mayores probabilidades de que pueda ocurrir algo con el balance; sin embargo, sí puede ocurrir. Cuando el negocio bancario empezó, simplemente se tomaba el dinero de los depositantes y se daba en préstamo. En ese momento el único riesgo era el de crédito, es decir, que la persona no pagara. Los bancos sólo hacían ese análisis. Con el desarrollo de los mercados, los inversores y los depositantes se sofisticaron. Los inversores no querían invertir en el banco sino que deseaban prestarle el dinero directamente a quien lo necesitaba. Antes quienes necesitaban dinero emitían papeles para que los compraran los inversores y el banco. Hoy

simplemente están intermediando ese contacto, colocando un título en el medio y pasándolo al banco, y éste lo único que hace es cobrar una comisión. Ese papel nunca estuvo en el balance del banco, pero existe un período de riesgo durante el cual se hace el *underwriting* de ese bono. Es decir, la compra y la venta posterior, por lo cual el precio del papel puede modificarse. Ese es uno de los riesgos del mercado.

Cuando una institución hace su balance de fin de mes está corriendo dos riesgos de mercado: uno de liquidez y otro de precio. El de liquidez es que la institución no tenga fondos para devolverles a los depositantes cuando éstos quieran sus dineros nuevamente. No sólo es un riesgo de pérdidas por vender activos líquidos a menores valores de mercado sino que es el riesgo de la institución cuando venga el depositante y pida la plata y no tenga el dinero disponible para dárselo.

El riesgo de precio son las pérdidas ocasionadas por el movimiento de variables de mercado, que pueden afectar determinadas posiciones. Si por ejemplo, a fin de un período el banco tiene una posición vendida en moneda local o extranjera y comprada en moneda local, si hay una devaluación de la moneda este banco va a tener una pérdida de revaluación, riesgo de precio que está afectado por el movimiento de la tasa de la moneda extranjera. Éste tiene un riesgo asociado a una pérdida potencial. Si se cuenta con posiciones con riesgos de precio, se puede incurrir en ciertas pérdidas; si éstas son muy grandes, la institución puede llegar a la bancarrota; si no, simplemente el banco va a tener menores ganancias pero seguirá funcionando.

El riesgo de precio está asociado con una pérdida potencial y el riesgo de liquidez está asociado con un riesgo que puede dejar a la entidad fuera del negocio; por lo tanto, el manejo de liquidez es sumamente importante, dado que es uno de los componentes fundamentales del manejo de activos y pasivos.

Ahora bien, hablando de riesgo de precio, en una operación de *trading*, si se vende en moneda extranjera y al día siguiente la moneda se devalúa, se pierde en moneda extranjera; sin embargo no es el único riesgo que hay, pues también el balance de un banco tiene riesgos. El riesgo de ese balance es de

tasa de interés, lo que pasa es que no está identificado con un instrumento y no está específicamente detallado o visible.

La resolución de la Superintendencia Bancaria es un avance extraordinario. Que ella trate de regular estos temas, por el propio bien de las instituciones financieras que están midiendo los riesgos, simplemente va a ser un ejercicio adicional, pero para aquellos bancos que no están haciendo las mediciones esto representa un beneficio porque puede llegar a hacerles tomar conciencia de los riesgos que aparentemente no existen, especialmente cuando se habla del riesgo de precio en las partidas del balance en general y del riesgo de liquidez.

¿Cómo maneja una institución la liquidez de los activos y los pasivos? Para esto es fundamental que tenga plena conciencia de cuál es la estructura de los pasivos, de sus fuentes de financiamiento, es decir, que tenga fuentes de fondos bien diversas. Si hay mucha concentración en una determinada fuente de fondos en un grupo industrial específico y algo llegara a pasar con ese sector industrial, se puede presentar una corrida de depósitos que llegue a generar problemas de liquidez, simplemente por esa concentración. Siempre es conveniente una alta diversificación de fuentes pasivas.

Por otra parte, si hay mucha participación de mercado en un determinado instrumento de captación, también se corre el riesgo de quedarse sin esos fondos porque son los únicos que están usando ese instrumento.

Otro aspecto son los vencimientos. Desde el punto de vista de liquidez, cuanto más amplios son los vencimientos, más segura es la cartera, porque tiene liquidez garantizada por mayor cantidad de tiempo. Lo que ocurre es que todo esto cuesta plata, tener diversificación de fuentes y no la fuente más barata, tener la mayor cantidad de participación en el mercado y poder pagar lo que quiere, porque es la única, y tener vencimientos largos, lo que significa que las tasas van a ser más altas; por esto tiene que haber un equilibrio entre el costo adicional que se paga por cubrir el riesgo de liquidez y una cobertura real del riesgo para tratar de evitarlo.

También hay que tener en cuenta qué tan líquidos son los activos, pues por definición, estos activos van a ser menos rentables que los ilíquidos.

Por otra parte está la *securitización*, la unión de varios préstamos en el activo, el cual se convierte en un *security*, en un papel que se distribuye. De esa forma se evita la generación de liquidez por venta de activos.

El manejo de liquidez trae aparejado un plan de liquidez contingente. ¿Qué pasaría ante una situación adversa en el mercado? En el mercado colombiano cuando no hay fondos, se dirigen al mercado interbancario; por esto las entidades deben tener conciencia de cuál es su situación de liquidez ahora y cuál podría ser en una contingencia, porque las cuentas corrientes siempre se asumen como si fueran estables y de golpe pueden irse del sistema financiero.

Todos los bancos para su financiamiento tienen un reprecio, simplemente que ese número ha de ser un número adecuado para las instituciones, es decir, que esté acorde con el tipo de balance, con la cantidad de activos que tiene una entidad o con el volumen de mercado. Si una institución muy grande debe salir al mercado a buscar un millón de dólares y lo único que puede conseguir son US\$800 mil, se pone en una situación arriesgada porque este banco puede llegar a tener problemas de liquidez.

Por otra parte, se habla de incluir los intereses para calcular la brecha de liquidez. En ese sentido hay que tener un poco de cuidado. En el caso colombiano, el vencimiento del balance se hace únicamente con base en las partidas que hay en ese momento, sin considerar nada posterior. Como muy bien dice en la resolución, no se incluyen tampoco negocios nuevos; a lo sumo, lo único que se incluiría serían los intereses que se van a pagar, porque esos intereses en definitiva van a absorber liquidez.

En la circular se define como riesgo de liquidez si la brecha acumulada a los tres meses es negativa y ese número se compara con los activos líquidos de la institución. En realidad los activos líquidos ya están incluidos en esa brecha, pues en su cálculo ya se asumió el ingreso de fondos de esos activos líquidos; por tanto, es una brecha real. De todas formas, un valor de brecha negativo no es riesgoso, simplemente debe ser un número razonable. Cada tesorería tiene que limitar el monto de brechas negativas por tenor y ese análisis se hace

considerando las características del mercado, del balance y de la economía en general.

RIESGO DE PRECIOS

El riesgo de precios se refiere a las pérdidas generadas por factores de mercado, como por ejemplo el precio de determinados *commodities*, es decir, la moneda extranjera. Si alguien tiene una acción que compró a \$100, y su precio baja, él pierde plata; eso es un factor de mercado. Si tiene una posición en moneda extranjera y el tipo de cambio fluctúa para el lado contrario, sufre una pérdida. El otro riesgo es la tasa de interés. Si se posee un bono, y las tasas de interés suben y el precio del bono baja, se va a perder plata; este tipo de riesgo se puede dividir en dos: el riesgo del nivel de tasas generales en el mercado y el diferencial.

El tercer nivel de mercado es la volatilidad, que básicamente está asociada con opciones.

Suponiendo que se tiene un balance de \$100 que vence a los trece meses, que la tasa promedio de ese balance es 12% y se está financiando con un pasivo de \$100 a un mes, y que el promedio de lo que se paga por esos pasivos es de 9%, en el primer mes no hay ningún tipo de riesgo; pase lo que pase con las tasas de interés, se va a ganar un *spread* fijo de 3%, al coleccionar 12% por los activos y 9% por los pasivos. Desde el mes uno hasta el mes trece va a existir un riesgo, porque esa tasa de los pasivos puede subir; si ésta subió, se puede ver que la tasa de interés de los pasivos promedio creció un 1%; entonces, cuando venzan esos pasivos, hay que buscar fondos al 10%.

En consecuencia el *spread*, que era 3%, puede decrecer a 2%; se sigue ganando, pero no lo esperado.

En la resolución el análisis de riesgo de tasa se basa en el concepto de duración. Este concepto, en un flujo de fondos, determina cuál es el plazo efectivo a que equivalen esos fondos. Además; establece la sensibilidad de ese flujo de fondos ante cambios en la tasa de interés.

Igualmente, en la resolución se dice que la sensibilidad del valor de mercado de ese balance tiene que ser comparada con el patrimonio técnico. Los balances de los bancos no cotizan, con lo cual no hay valor de mercado de los balances; así es muy difícil calcular el valor de mercado de un portafolio, pues este valor, en caso de que se pudiera calcular, no necesariamente corresponde al valor patrimonial técnico. Muchos bancos pueden tener valores de mercados muy diferentes del valor patrimonial, en tanto que otros pueden no valer nada y tener un patrimonio de \$1.000. Esto es algo muy relativo.

En la resolución también se habla de regular la duración o la sensibilidad del valor del mercado por tipo de instrumento y después sumar las sensibilidades, ponderar y calcular el riesgo total; sin embargo, si realmente se quiere utilizar el concepto de duración, que los bancos estimen todos los flujos futuros, incluidos los intereses, y se descuenta todo a valores de mercado, en lugar de hacerse por producto, se debería determinar un flujo neto único, es decir, todos los activos y los pasivos, cuándo se vencen, cuánto es el neto de flujo de fondos que genera ese banco y cuánto vale hoy en el mercado.

Kelsey Biggers
Director gerente del Bankers Trust Company

189

Perspectivas de la administración de activos y pasivos en Colombia

Una de las razones por las cuales se está dando la revolución de riesgo es porque muchas de las disciplinas que se han basado en los rendimientos de las carteras, es decir, en los rendimientos sobre retornos, comparados con los puntos de referencia, históricamente no se han concentrado ni en las posibles pérdidas ni en los mercados deprimidos; por esto ahora se está desarrollando toda una profesión que se está concentrando en las pérdidas potenciales y en la ecuación del rendimiento sobre el retorno ROR.

La administración del riesgo representa una industria de información que alcanza los US\$2.000 millones, y va a seguir creciendo porque existe una sentida necesidad de cerrar la brecha entre el tipo de instrumento que se puede crear gracias a la ayuda de las telecomunicaciones y los computadores, a la capacidad de medir y monitorear estas transacciones y esas posiciones que están en cartera y la exposición que le representan a la institución.

La idea de que una entidad regulatoria o reglamentadora fije normas sobre la liquidez del mercado, las tasas de interés y las tasas de cambio es algo muy loable. Con base en esto se puede predecir que el éxito o el fracaso de estas

metas no se va a definir sobre la base de la metodología de la duración o los modelos necesarios para poder calcular la liquidez; el desafío es poder recolectar los datos contables, extraer los datos y la información de los sistemas que utilizan las entidades actualmente, tomar esa información e introducirla en bases de datos y sistemas a los que se pueda acceder de manera oportuna para poder hacer los cálculos de ajuste al mercado.

En los países europeos y del Lejano Oriente muchas personas le han dedicado horas enteras al tema de si se deben o no aplanar exponencialmente las matrices de correlaciones o si se deben permitir ciertos valores negativos en la matriz de correlaciones. Existen muchos detalles sobre los debates estadísticos que se concentran sobre este tema y mientras tanto, estas instituciones no han logrado introducir sus datos en modelo alguno; por lo tanto, el verdadero éxito es colocar las posiciones de tal forma que se pueda acceder a ellas a través de cualquier modelo que sea definido por la Superintendencia.

Estimar la duración es algo muy difícil, pero hacer el ajuste al mercado y la derivada NTC, así como un análisis de flujo de caja neto y convertirlo en un bono en divisas, es aún más complicado. El desafío va a ser colocar el patrimonio en el sistema más moderno que se pueda, y el modelo que se escoja debe ser sencillo.

Los puntos de partida para cualquier evaluación de riesgo son, básicamente, las posiciones en el tiempo, las tenencias y transacciones que van a salir de los sistemas actuales y que se han desplegado en el banco; entonces lo que se necesita para determinar y evaluar el riesgo es tomar todas estas posiciones y traducirlas desde el punto de vista contable; se está dando un cambio fundamental, y es que todas las cosas se analizan desde este punto de vista, por lo que el riesgo tiene que medirse desde la perspectiva de la posición económica; entonces el gran desafío es tomar los datos contables y darles una forma económica y para esto es necesario hacer el ajuste al mercado, de todas las posiciones.

Como ejemplo de este ajuste al mercado o el valor presente, se puede decir que para todos estos valores hay diferentes posiciones, que pueden

considerarse como bonos, por ejemplo. Desde el punto de vista de la administración del riesgo, no se toma una posición determinada como un bono o una acción, sino que se define en términos de exposición a cualquier variable que pueda hacer ganar o perder valor.

Una vez que se han desglosado todas las posiciones y hay un valor presente neto y su equivalente en flujo de pago o ajuste al valor presente neto del mercado, se pueden hacer los ajustes de los factores de riesgo y se toma la matriz de riesgo que contiene unos 400 o más factores de riesgo. Un factor de riesgo, por ejemplo, serían los puntos en el rendimiento colombiano, pero si no se tienen posiciones colombianas, no se necesitaría ese nivel de detalle para dichos factores de riesgo, sino que se marca la posición y se utiliza la generación o la simulación tipo Montecarlo o aleatoria, donde se simulan diferentes valoraciones futuras para esa cartera en el balance.

Lo que parece ser un gran nubarrón en el horizonte es de hecho el método que permite determinar la distribución estadística de los posibles puntos de pérdida y la media, que es la línea que atraviesa cero, donde no hay ganancias ni pérdidas en el balance para esta cartera en particular. Ahora, para medir el riesgo de capital, un punto aceptable en toda la distribución es 2,3 de desviaciones estándar de la media o de 1 en 100 del peor escenario, y eso es igual a esta línea que se denomina riesgo de capital. Ese 1 en 100 es básicamente lo que se puede medir sobre una base continua y constante y reportárselo a la Superintendencia Bancaria, como el riesgo relativo de esta cartera en particular.

No existe ninguna sabiduría en esta posición del 1 en 100, la industria de los fondos mutuales en Estados Unidos está tratando de medir las pérdidas 1 en 85% en un escenario de mercado deprimido; no obstante, lo importante para el comité supervisor, o para un país o una zona, es decidir cómo quiere medir el riesgo y luego hacerlo de manera consistente y congruente para poder efectuar una comparación.

Después que se ha calculado el riesgo de capital, lo que hay que tener es un mecanismo de reporte, como la terminal, o un sistema de reporte que permita monitorear y vigilar los resultados.

Ahora, la diferencia fundamental entre la administración de riesgo y la medición del rendimiento, comparada contra un punto de referencia, es que la administración de riesgo tiene por objeto mirar hacia el futuro, es decir, probar el futuro y no tratar de medir lo que ha ocurrido en el pasado.

El común de la gente piensa que el objetivo de la administración es minimizar el riesgo y esto no es así, porque la meta es optimizarlo.

Naturalmente, en la medida en que se analizan las instituciones y se trata de ver cómo se va a implantar un sistema de medición de riesgo, hay tres opciones: se puede comprar, construir o simplemente subcontratar; ahora hay muchos sistemas disponibles para la compra, porque no existe un solo sistema que pueda tomar todos los datos contables de una institución. Para poder hacer ese proceso de ajuste al valor neto de mercado es necesario tener esa información como datos de correlación y covarianza, y hacer así esta medición. Algunas instituciones no son lo suficientemente grandes ni pueden tener acceso a ese tipo de información; por tanto, la subcontratación puede ser una buena opción.

Es muy importante analizar el riesgo en el tiempo, para ver la tendencia, y también que la industria y la profesión a la cual nos dedicamos, establezcan comparaciones entre iguales, con universos similares, para ver cómo nos percibimos.

LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA:

Análisis comparativo frente a la regulación
y práctica foráneas

195

María del Pilar Galvis
Consultora privada

197

En este artículo se presentará un paralelo entre la regulación y la práctica de la titularización de activos financieros en Colombia y algunos sistemas foráneos, con el propósito de resaltar, por una parte, las ventajas de nuestro esquema que deben mantenerse y protegerse, y por otra, identificar las deficiencias y barreras que aún existen en la regulación, las cuales deben removerse para permitir un verdadero desarrollo de este negocio en nuestra economía.

COLOMBIA: LÍDER EN TITULARIZACIÓN EN LATINOAMÉRICA

Cuando se analiza el país desde la óptica atribulada del diario vivir y, en particular, bajo el peso de los acontecimientos del último año, se tiende a caer en el negativismo y en la sensación de vergüenza frente a la comunidad internacional. Olvidamos que la economía de nuestro país y el sistema financiero, no obstante los innumerables problemas de la actual coyuntura, se miran en el extranjero con inmensa admiración.

Colombia fue el primer país de Latinoamérica que logró diseñar y colocar internamente papeles de titularización hipotecaria y que ha incursionado también con éxito en la titularización de otro tipo de activos financieros. En los dos últimos años se han colocado en el país más de \$150 mil millones en

títulos provenientes de titularización hipotecaria y las colocaciones de titularizaciones de otros activos se acercan ya a los \$60.000 millones.

Colombia fue también el primer país del área en adoptar una regulación sobre titularización y su contenido es sin duda el más sofisticado y avanzado de Latinoamérica. La Resolución 400 de la Superintendencia de Valores se menciona permanentemente en los congresos internacionales como modelo para la creación de marcos legales en los demás países.

Esta situación de ventaja es, naturalmente, consecuencia del nivel de desarrollo del sector financiero. En efecto, un país sólo está preparado para fomentar el mercado secundario de activos en la medida en que cuente con un sector financiero sólido y una economía estable. En este sentido, Colombia posee calidades sin par, fruto del esfuerzo del sector privado y del gobierno durante largos años, que hoy día generan un ambiente propicio para el desarrollo de un mercado secundario eficiente de hipotecas y de otros activos financieros. Condiciones tales como la existencia de originadores estables, un alto stock de activos financieros dotados de excelente calidad crediticia en comparación con los estándares internacionales, la presencia creciente de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, la existencia de sociedades fiduciarias dotadas de un marco regulatorio maduro y un mercado de capitales en desarrollo, representan una riqueza tal vez no suficientemente valorada en nuestro medio.

Colombia es una de las pocas naciones del continente que pueden mostrar un sector financiero estable y bien regulado. Es además el único que posee una banca hipotecaria que ha sido exitosa por más de 20 años, y que ha logrado el imposible de otros países: la transformación de plazos en una economía afectada por la inflación. Ni siquiera los norteamericanos, para quienes el efecto de esta variable es mínimo, han logrado pasar la prueba limpiamente: la quiebra de las Savings & Loan lo demuestra a las claras.

Por otra parte Colombia, junto con Chile, son los únicos países calificados con grado de inversión por las agencias internacionales, como consecuencia de la estabilidad de la economía doméstica y la adecuada atención de la deuda externa.

Frente a todas estas ventajas resulta fundamental remover las barreras que aún impiden el desarrollo del mercado secundario, pues éste reportaría inmensos beneficios para el sector financiero, sería estímulo definitivo para la ampliación del mercado de valores y beneficiaría en últimas al usuario del crédito y demás servicios financieros.

Por esto es menester profundizar en el conocimiento de este negocio y de su práctica internacional con el fin de evitar regulaciones que, fundadas en falsos temores, terminen asfixiándolo o frenando su progreso.

NATURALEZA Y OBJETIVOS DE LA TITULARIZACIÓN

Conviene, antes de entrar en análisis más detallados, precisar conceptos generales relativos a la naturaleza de la titularización, a los objetivos que con su aplicación persiguen los originadores y su razón de ser en los sistemas financieros.

Naturaleza

Una de las descripciones que de manera más creativa recogen la esencia de la titularización es la de Stephen Schwartz, experto norteamericano en la materia. En su sentir, la titularización es, ni más ni menos, «la alquimia de la edad moderna». Esta evocación a la ansiada búsqueda medieval de la piedra filosofal resulta particularmente adecuada, por cuanto la titularización es un proceso de transformación de activos, plazos, tasas y riesgos, que permite la creación de un verdadero valor agregado. En otros términos, el originador que decide entrar en un proceso de titularización obtiene una serie de beneficios que antes no disfrutaba, por lo cual se puede afirmar que este es un proceso «sinérgico», en que el resultado arroja un valor superior a la sumatoria simple de los factores que en él intervinieron.

Dado que el cabal entendimiento de este planteamiento se logra efectivamente a la luz del examen de los objetivos prácticos que se consiguen al titularizar, se aborda a continuación su análisis.

Objetivos

Obtención de liquidez mediante rotación de activos y reducción del nivel de endeudamiento

La titularización en primer lugar brinda al originador la posibilidad de liquidar activos tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa rotación, con el objeto de maximizar la utilización de recursos de capital congelados. Esa movilización se logra mediante la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores. La titularización inmobiliaria es un ejemplo excelente del provecho que puede obtener el originador, por cuanto a través de este sistema logra liquidez a partir de activos fijos, manteniendo el uso de los inmuebles mediante contratos de arrendamiento. La liquidez obtenida en el negocio puede entonces dedicarse al desarrollo del objeto social, maximizando así la utilización del capital.

Del mismo modo una empresa puede decidir titularizar cierto grupo de activos para asignar los fondos obtenidos a una línea más rentable del negocio o inclusive para reducir su nivel de endeudamiento. En los Estados Unidos son muy comunes las titularizaciones que se realizan en busca de este objetivo. Por ejemplo, empresas como la GMAC (General Motors Acceptance Corporation) han titularizado billones de dólares de créditos de vehículos a través de una empresa titularizadora denominada la ABSC (Asset-Back Securities Corporation), lo cual les ha permitido reducir su razón de endeudamiento al remover del balance tanto los activos como los pasivos asociados.

Para las entidades del sector financiero, la titularización representa desde esta perspectiva la creación de una fuente alterna de liquidez diferente de la captación tradicional, la cual puede ofrecer considerables ventajas.

Supresión del costo de capital asociado

La segunda motivación que en general impulsa a un originador a titularizar –la primera tratándose del sector financiero– es la supresión del capital asociado al respectivo activo.

La titularización ofrece a los intermediarios financieros la posibilidad de ampliar el negocio, sin los constreñimientos de capital que rigen hoy en día en la mayoría de países de manera más o menos uniforme, siguiendo los lineamientos de los acuerdos de Basilea. Ese sistema genera la posibilidad de sacar los activos del balance del originador y, por ende, permite el crecimiento de la base de negocios del respectivo intermediario sin necesidad de incrementar su nivel de patrimonio. Por ejemplo, los activos fijos que computan al 100% para efectos del cálculo de la razón de patrimonio a activos ponderados por su nivel de riesgo, de algún modo inhabilitan al respectivo intermediario para aprovechar al máximo la capacidad de apalancamiento que le brinda su patrimonio. Así un proceso de titularización puede liberar esa porción de capital asignada al activo fijo para dedicarla al crecimiento de las operaciones activas. Naturalmente, esta supresión del capital asociado se fundamenta en el hecho de que en la medida en que se enajenen los activos, desaparecen los riesgos que los mismos representan para el originador, tal como sucedería con la venta del activo.

De igual modo, la titularización de una cartera de créditos permite el incremento de la base de clientes, y aunque al enajenar los créditos titularizados la entidad financiera pierde los ingresos provenientes del margen, logra otro tipo de ingresos como los resultantes del servicio de recaudo de la respectiva cartera. Por ahora se puede concluir que la titularización acelera la rotación de recursos congelados o de lenta recuperación y, por tanto, permite su utilización de manera más eficiente, maximizando el uso del capital.

Racionalización de costos

En general, las dos grandes alternativas que posee una empresa para obtener financiamiento son el endeudamiento tradicional y la emisión de acciones o bonos. A primera vista podría pensarse que la finalidad de obtener liquidez a través de la titularización podría lograrse igualmente utilizando una de estas alternativas; no obstante, en la medida en que se desarrolla el mercado, tiende a presentarse una importante ventaja a favor de la titularización en términos de costos de fondeo, dados los siguientes factores:

Riesgo

La titularización permite aislar un cierto grupo de activos muebles, inmuebles, cartera, flujos futuros, etc., de lo que se llama el riesgo general del originador, es decir, el riesgo propio de su tipo de actividad y del resultante de su situación patrimonial y financiera.

La titularización implica la utilización de patrimonios autónomos, según se conocen en nuestra legislación, o de figuras similares como las que se utilizan en otros países, conocidas como SPV (*Special Purpose Vehicle*).

Los activos traspasados a uno de estos vehículos salen del patrimonio general del originador, y dejan de ser de su propiedad, para quedar afectos fundamentalmente al cumplimiento de las obligaciones contraídas con los inversionistas tenedores de los títulos resultantes del proceso. En términos jurídicos, los activos titularizados dejan de formar parte de la «prenda general de los acreedores» del originador, es decir, que una vez titularizados no son respaldo o garantía del endeudamiento de la entidad que realizó la titularización, sino que quedan separados en un ambiente protegido. Aun en el evento de una quiebra o liquidación administrativa, los activos titularizados y sus flujos respectivos no entran a hacer parte de la masa de la quiebra o de la masa de bienes (en caso de liquidación administrativa).

En consecuencia, el mal manejo de los negocios de la empresa originadora o el simple deterioro de su situación financiera debido a cualquier otro factor, no afecta en manera alguna la posibilidad de pago de las obligaciones contraídas con el inversionista tenedor de los títulos, en virtud del aislamiento de los activos y sus respectivos flujos, los cuales llegarían directamente a los inversionistas a través del patrimonio autónomo.

Así las cosas, la calidad crediticia de un título proveniente de un proceso de titularización resulta en términos de riesgo de pago muchísimo más fácil de evaluar que la de cualquier otra operación de endeudamiento, pues se concreta al análisis de la calidad de los activos titularizados, sin que incidan otros factores.

Adicionalmente, en general se reduce el nivel de riesgo por el simple hecho de que los patrimonios autónomos no están sujetos al riesgo propio de una empresa en marcha.

La calidad del portafolio de activos que se va a titularizar normalmente se optimiza mediante la introducción de mecanismos de seguridad o apoyo crediticio, con el objeto de reducir aún más el impacto de los riesgos que pudieran afectar al inversionista.

De esta forma, es muy frecuente encontrar (particularmente en los Estados Unidos) empresas con muy baja calidad crediticia, originando a través de la titularización activos financieros de mayor calidad de la que hubieren tenido los títulos emitidos en forma directa, los cuales estarían afectados por su propio nivel de riesgo como empresa.

Naturalmente, a mayor calidad de crédito (menor riesgo), menor la tasa de interés que debe ofrecerse al inversionista. Esta situación puede apreciarse con mayor claridad en la medida en que los mercados aprenden a confiar en la calificación de los papeles, como un indicativo de evaluación de riesgo.

En síntesis, la titularización permite la racionalización de los costos financieros del originador, puesto que a través de ella se logra la creación de instrumentos financieros con niveles de riesgo inferiores a los que podría ofrecer el originador por medio de una emisión directa, dada la selección y aislamiento de un portafolio de activos, cuya calidad crediticia puede optimizarse con la introducción de mecanismos de seguridad o *credit enhancement*.

Atracción de diferentes segmentos de inversionistas en el mercado de capitales

La titularización implica ante todo un proceso de ingeniería financiera en el cual se transforman activos que tengan la posibilidad de generar renta o valorización, en instrumentos financieros atractivos para diferentes tipos de inversionistas.

Es evidente que en la medida en que se desarrolla el mercado de capitales se van sofisticando también los instrumentos financieros con el objeto de satisfacer las necesidades de los inversionistas.

En un proceso de titularización el diseño de los títulos en cuanto a plazos, niveles de riesgo, montos de inversión y tipos de derechos es muy flexible, lo que ofrece un amplísimo campo a la imaginación. Este sistema permite determinar previamente las características del pasivo que se desea diseñar y escoger a continuación el portafolio de activos que pueda respaldar tales pasivos.

Por ejemplo, si se desea crear títulos de deuda altamente seguros, con plazo de seis años y rentabilidad de DTF más X *spread*, será necesario realizar un proceso de selección de los activos del originador para escoger un portafolio que genere un flujo suficiente en términos de plazo y tasa para lograr el objetivo deseado.

En Colombia ya hay ejemplos de este tipo, en los que se han realizado procesos de titularización de inmuebles en los cuales se emiten títulos de participación con renta mensual para pequeños inversionistas o a través de los fondos inmobiliarios, títulos simplemente de participación para inversionistas medianos.

Las corporaciones de ahorro y vivienda han diseñado procesos para inversionistas interesados en diferentes maduraciones y en diversas tasas de referencia. En este momento en el mercado hay títulos hipotecarios indexados a upac y también los hay atados a DTF, con una gama de plazos que van de uno a seis años.

Esta flexibilidad tiende a influir en el costo de fondeo, pues cuanto más adecuada esté la estructura de la inversión a las exigencias del inversionista, menor resulta su exigencia en materia de tasa de interés.

Equilibrar la estructura de plazos de activos y pasivos

Otro importante objetivo de la titularización es la corrección de situaciones de *gap* entre activos y pasivos. Si la estructura de plazos de los activos no

coincide con la de los pasivos, especialmente cuando éstos están atados a tasas fijas, el originador corre el riesgo de que el costo de financiamiento no coincida con los ingresos provenientes de sus activos y, por ende, sea incapaz de cubrir sus pasivos. Tal situación puede presentarse también por la diferencia de monedas entre activos y pasivos.

Como ya se ha enunciado, la solución del «descalce» a través de este sistema se lograría mediante la titularización de un portafolio que no encaja con las características del pasivo y la consiguiente recolocación de los fondos provenientes de la operación en un portafolio más compatible con las características del pasivo.

Un ejemplo claro en nuestro medio podría ser el de las compañías de leasing. Si alguna de estas entidades encuentra que su exposición en dólares es demasiado alta en virtud de que sus pasivos en esta moneda superan considerablemente el valor de los contratos de leasing colocados en dólares, tendría la posibilidad de titularizar un determinado portafolio de contratos en pesos, y con los recursos provenientes de la titularización originar nuevos contratos en dólares.

TRANSFORMACIÓN Y ELIMINACIÓN DE RIESGOS Y SUS EFECTOS EN EL BALANCE. ESCOLLOS EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA

Uno de los objetivos primordiales de cualquier originador (particularmente del sector financiero) que decide titularizar es desvincular el crecimiento de su negocio de la presión sobre el patrimonio y, también, que esa desvinculación sea fundamental para la seguridad del inversionista.

Este es un tema de especial importancia en nuestra realidad actual, pues a pesar del avance del negocio en el país, y de la claridad de las evidencias internacionales, hay quienes de alguna manera siguen viendo en la titularización una estratagema extraña y hasta cierto punto peligrosa para burlar las reglamentaciones de patrimonio a activos de riesgo. Esto se ha reflejado por desgracia en algunas regulaciones que se van a analizar y cuyo impacto ha sido nefasto en materia de la evolución de la titularización.

Por esto es fundamental comprender que la reducción que debe generar la titularización de activos financieros en los requerimientos globales de patrimonio técnico, encuentra su fundamento en el hecho de que la titularización sí permite la eliminación de ciertos riesgos y produce la transformación y dispersión de otros.

Para efectos de demostrar esta afirmación se va a efectuar una comparación entre el tipo y nivel de riesgo que genera, por una parte, un activo en el balance de una entidad financiera, y por otra, un papel proveniente de la titularización de ese mismo activo.

Análisis de los riesgos de los activos de las entidades financieras frente a los títulos producto de la titularización de los mismos

Riesgo de liquidez

De conformidad con los parámetros trazados por la regulación internacional, los acuerdos de Basilea y el Decreto 673 de 1994 vigente en Colombia, un factor que incide en la definición del nivel de riesgo del activo, además de la seguridad de recuperación de la respectiva inversión o crédito, es su liquidez.

Desde este punto de vista, se puede advertir la diferencia total entre los títulos provenientes de procesos de titularización y los activos subyacentes. Al paso que por ejemplo la cartera hipotecaria o un contrato de leasing son activos de lenta rotación y de nula o escasa negociabilidad, los títulos que pueden emitirse al titularizar la cartera son negociables por excelencia, no sólo por el hecho de contar con todas las prerrogativas de los títulos valores, sino por su natural vocación de negociabilidad en el mercado de capitales.

En este sentido, los norteamericanos suelen comparar la titularización de hipotecas con la historia del sapo que se convierte en príncipe. En efecto, de cara al riesgo de liquidez, o mejor de iliquidez, no hay nada más inconveniente que una hipoteca a quince años, y nada más negociable que un MBS (*Mortgage Backed Security*).

Es claro entonces que la titularización es un mecanismo mediante el cual el riesgo de liquidez del activo desaparece. No es cuestión de traslado de un agente del mercado a otro sino de eliminación total. El originador cambia el activo titularizado por caja, el más líquido de los activos, y el inversionista recibe un título valor negociable por excelencia.

Riesgo de «descalce» o mismatch

Este es quizás uno de los mayores riesgos de la intermediación financiera. En efecto, puede afirmarse que, por lo general, la mayor exposición de un intermediario financiero estriba en el posible desbalance de tasas, plazos e incluso monedas, entre su captación y los activos que origina.

La titularización es un mecanismo que permite realizar un proceso cronológicamente inverso al que se desarrolla de manera normal en el sector financiero, en virtud de que las condiciones del pasivo del patrimonio autónomo, esto es, de los títulos producto del proceso de titularización, coinciden con las características del activo respectivo. Por ello puede afirmarse que el patrimonio autónomo nace «calzado», dado que la estructura de tasas y plazos del pasivo responde a las características de activos financieros preexistentes, generadores de un flujo de caja predecible.

Por esta razón desde la perspectiva de la estabilidad de los sectores financieros, la titularización resulta una herramienta supremamente atractiva dado que permite la realización de la actividad crediticia sin que la respectiva entidad financiera (y de contera sus ahorradores) tenga que correr el riesgo de desbalance o *mismatch*. Es esta la razón por la cual existen entidades como los Mortgage Banks (instituciones distintas de nuestro concepto de banco hipotecario) en los Estados Unidos, que se dedican exclusivamente a originar créditos hipotecarios y cuyo fondeo proviene de la titularización de los préstamos que otorgan.

El riesgo de «descalce» que soporta una entidad financiera al mantener entre sus activos un portafolio de créditos no se traslada al titularizar ese portafolio, sino que desaparece, en virtud de la adecuada e invariable correspondencia en la estructura del activo y pasivo del patrimonio

autónomo, la cual permanece hasta el marchitamiento del respectivo portafolio, pues el patrimonio autónomo no realiza ningún negocio nuevo durante su existencia, y su único propósito es servir de vehículo para la adecuada aplicación de los flujos de los activos titularizados al pago de las obligaciones contenidas en los títulos emitidos.

Es de anotar que la titularización también puede permitir la generación de pasivos con características distintas de las de los activos subyacentes, pero en tal caso se requiere la introducción de mecanismos de cobertura en el diseño del proceso, para compensar el *mismatch*. Así, el patrimonio autónomo nace provisto de los mecanismos de seguridad necesarios.

Riesgo de prepago

El riesgo de prepago de los activos está muy ligado al anterior y consiste en la posibilidad de liquidación anticipada de los créditos o inversiones de una entidad financiera. Este riesgo es resultado, en materia de operaciones activas, de la opción que tienen la mayoría de los deudores de realizar pagos totales o parciales con anterioridad al vencimiento de sus créditos. El riesgo de prepago se agrava frente a caídas en la tasa de interés activa, que motivan a los deudores en forma masiva a prepagar créditos adquiridos para lograr fuentes alternas de fondeo más baratas. Esta fue precisamente la situación que enfrentaron las Savings & Loan en los Estados Unidos y que constituyó una de las causales determinantes de la quiebra de muchas de ellas.

Dentro de los procesos de titularización uno de los aspectos más interesantes es precisamente el del manejo del riesgo de prepago. Su tratamiento, que va desde el traslado total al inversionista (títulos *pass-through*), pasando por la emisión de diferentes tramos de títulos cuyo flujo se modela incluyendo el efecto de los prepagos, sobre la base de análisis históricos (estructuras CMO –*Collateralized Mortgage Obligations*–), hasta sistemas de alta sofisticación como el diseño, en una misma emisión, de varias clases de títulos, unos a salvo de prepagos, y otros que en virtud de una prima, soportan la totalidad del riesgo. A estos últimos se aplica cualquier prepago existente y, por tanto, cargan con la incertidumbre. Estas estructuras se denominan PAC/TAC (*Programmed Amortization Class/Target Amortization Class*).

Cualquiera que sea el sistema que se utilice, la titularización cuando menos elimina el riesgo de prepago para el originador, pues aun en los sistemas menos elaborados se traslada en forma simple y llana a los inversionistas de los papeles. Y en los sistemas más sofisticados se reduce considerablemente el riesgo hasta para los inversionistas, en virtud de que los flujos de caja de los títulos se modelan teniendo en cuenta las proyecciones de prepagos del respectivo tipo de crédito, realizadas con fundamento en la experiencia histórica. Estas proyecciones normalmente se someten a *stress test*, en los cuales las condiciones económicas se endurecen para crear escenarios de extrema adversidad tales como la caída rápida de tasas de interés, acompañada de situaciones de desvalorización acelerada de los activos subyacentes.

Riesgo de crédito

Este riesgo es quizás el más conocido pero no por ello el menos importante. Al igual que los demás, éste, que consiste en la posibilidad de pérdida por no pago, o de mora por el pago tardío de los flujos esperados de un activo, sufre también una importante y definitiva transformación en virtud de la titularización.

Lo primero que debe tenerse en cuenta es que cuando los activos o créditos están en el balance del originador, el riesgo de crédito no se encuentra técnicamente diversificado. Baste para comprobar esta afirmación el análisis de los portafolios de créditos de consumo o de contratos de leasing o aun de créditos hipotecarios de las entidades financieras, para advertir la amplia concentración de sus activos por región, por industria, por tipo de garantía o por estrato económico. Ello es consecuencia de que la colocación obedece más a las fuerzas de la demanda, a la identificación de nichos de mercado o al enfoque del negocio de acuerdo con las fortalezas estratégicas de la respectiva entidad financiera, que al criterio mismo de diversificación.

Por el contrario, los activos subyacentes en un proceso de titularización se seleccionan de manera técnica buscando precisamente la diversificación del riesgo. En la selección del portafolio se persigue, entre otras, un alto grado de dispersión de los activos atendiendo a múltiples factores tales como ubicación geográfica de deudores y garantías, el tipo de deudor, el monto de

los créditos, la tasa de interés, el tipo de garantía, la madurez del crédito, la actividad económica del deudor, etc. Estas variables son consideradas ampliamente en el proceso de calificación de los papeles.

Este solo hecho permite apreciar la gran diferencia entre el riesgo de un portafolio de activos que se encuentra en el balance de una entidad financiera y el de un título de titularización que tiene su garantía fuente de pago en un portafolio, adecuada y cuidadosamente seleccionado, que por lo mismo soporta un riesgo mucho menor dada la diversificación.

Todos los análisis hechos hasta ahora respecto de los riesgos permiten apreciar las razones por las cuales un título proveniente de un proceso de titularización implica un nivel distinto de riesgo del propio del activo original, aun sin hablar de mecanismos de cobertura. Ello explica la razón por la cual la titularización permite aliviar los requerimientos de capital de las entidades financieras, liberando el capital asociado a los activos respectivos y permitiéndoles ampliar su base de clientes mediante la realización de nuevas operaciones activas. Esta es también la razón por la cual la titularización admite un crecimiento teóricamente ilimitado de los activos financieros sin necesidad de incrementos en los valores de los patrimonios, sin que ello represente un peligro para el sector financiero.

Mecanismos de seguridad o apoyo crediticio

Precisión

La transformación de los riesgos analizados por la ingeniería financiera que se utiliza en las titularizaciones, normalmente se complementa con la introducción de mecanismos adicionales, mediante los cuales el riesgo se traslada a un agente determinado del mercado.

En términos generales, los mecanismos de seguridad o *credit enhancement* en sus varias formas tienen por objeto incrementar la seguridad de los títulos respaldados por activos, con el objeto de obtener calificaciones de AAA o cercanas a AAA. Es precisamente la calificación que se logra a través de los mecanismos de seguridad la que permite a los inversionistas tener certeza de

que recibirán oportunamente los pagos de capital e intereses pactados en los títulos de contenido crediticio, o los retornos si bien no prometidos, por lo menos esperados en los títulos de participación.

Particularmente, el riesgo de crédito queda neutralizado en el proceso de titularización en virtud de la incorporación de los mecanismos de seguridad o apoyo crediticio, que por ley en Colombia deben cubrir la posibilidad de pérdida proveniente del citado riesgo, mínimo en un 150%. Estos mecanismos también se utilizan para cubrir otro tipo de riesgos en los procesos de titularización.

En virtud de la introducción de los citados mecanismos, el riesgo de crédito no se traslada a los títulos destinados al común de los inversionistas, papeles que por el contrario representan un crédito enriquecido o mejorado.

Entre los mecanismos de seguridad y apoyo crediticio más comunes en el extranjero se encuentra el *financial guarantee* o garantía especial provista por un tercero especializado. En Colombia, a falta de este tipo de mecanismo, se han utilizado sistemas como la subordinación de la emisión, la sobrecolateralización y el aval del originador.

El problema de la contabilización de los mecanismos de cobertura

La motivación principal de la titularización es definitivamente sacar los activos de los balances de las entidades originadoras para eliminar la carga de capital asociado, es decir, el requerimiento de patrimonio a activos de riesgo para esos activos. Pero esa eliminación se produce porque el riesgo respectivo también desaparece al enajenar el activo.

Ante la inexistencia en Colombia de entes dedicados al otorgamiento de garantías que enriquezcan los papeles derivados de procesos de titularización al estilo de las agencias gubernamentales y afianzadoras privadas norteamericanas, en nuestro país se han venido garantizando los procesos de titularización a través de mecanismos tales como la subordinación y la sobrecolateralización de la cartera, que suponen la supresión del riesgo para los inversionistas, mediante su retención por parte

del originador, o en el caso de venta de la porción subordinada, por medio de su traslado al suscriptor de los respectivos títulos subordinados.

Esa retención supone un nivel de riesgo que debe medirse adecuadamente porque es muy diferente del riesgo del total de los activos titularizados, el cual sufre importantes transformaciones.

El tratamiento contable que se dé a estos mecanismos de seguridad cobra particular importancia y puede estimular o frenar en definitiva el desarrollo de la titularización en nuestro país, pues no hay proceso legalmente posible sin mecanismos de seguridad, y aunque no fuese requisito legal, la necesidad de obtener calificaciones adecuadas impone la introducción de sistemas de tratamiento del riesgo o enriquecimiento de la calidad crediticia.

Este aspecto se ha discutido ampliamente por cuanto las autoridades de vigilancia han interpretado que la subordinación o la sobrecolateralización de la cartera en procesos de titularización implica necesariamente la generación de pérdidas para la entidad originadora y, por ende, vienen exigiendo la constitución de gravosas provisiones que hacen tan costosa la operación que desestimularían su utilización, pues producen justamente el efecto contrario al que se busca en la titularización, cual es liberar patrimonio técnico.

Es natural entonces que si la entidad originadora conserva los títulos subordinados o mantiene unos derechos fiduciarios representativos de una sobrecolateralización de cartera, éstos sean tratados como cualquier activo de riesgo que computa en la categoría IV de la clasificación de activos ponderados por su nivel de riesgo, es decir, por el 100% de su valor, sin ningún tipo de tratamiento preferencial. Ello por cuanto la máxima contingencia de pérdida en un título subordinado o en un derecho fiduciario correspondiente a cartera titularizada es precisamente el valor de ese título o derecho.

Lo que no resulta lógico es que se piense que las entidades originadoras deban provisionar tales títulos subordinados o derechos fiduciarios, aun cuando el comportamiento de la cartera titularizada sea excelente y los pagos se

realicen oportunamente, por el hecho de ser mecanismos de cobertura. Tal medida sólo debería tomarse en el evento de que el patrimonio autónomo emisor de los títulos presente situaciones de deterioro en la cartera que hagan razonable prever la posibilidad de una pérdida para los inversionistas de los títulos subordinados.

Dado lo anterior, es menester que la regulación no cercene la posibilidad de utilizar los mecanismos descritos mediante la introducción de gravosas cargas que, por lo demás, no tienen asidero en la realidad del análisis de los riesgos.

Otras regulaciones que deben modificarse

Castigo a la adquisición de títulos por el originador

Algo que aún aterra a las autoridades colombianas es que una entidad financiera pueda realizar, a través de la titularización, un swap de activos entregando créditos que pesan por ejemplo al 100% para efectos de su ponderación, y recibiendo títulos producto de la titularización que ponderan al 20%. Si se ha entendido a cabalidad la transformación de riesgos, tal operación no debe generar ningún tipo de resistencia, por cuanto la nueva ponderación refleja verdaderamente el riesgo de la nueva inversión.

Es más, esa es precisamente una de las formas como funciona la titularización de hipotecas en el mercado de titularización más desarrollado del mundo: los Estados Unidos. En ese país, un mecanismo normal de operación de un banco hipotecario supone la venta de créditos a una agencia titularizadora, la cual no entrega dinero a cambio sino MBS (títulos producto del proceso de titularización), y es el banco hipotecario el que coloca esos títulos en el mercado de capitales cuando a bien lo tiene, o simplemente los mantiene entre sus activos y los utiliza en operaciones repo cuando requiere liquidez.

En Colombia, sin embargo, tal operación carecería de sentido, por cuanto la Superintendencia Bancaria ha establecido que en el evento de compra de los títulos por parte del originador, éste debe ponderarlos como si se tratara del

activo subyacente, lo cual implica desconocer la diferencia de riesgo entre el título y el activo que lo originó, y responde sólo a un infundado temor ante la expansión de la titularización y su consiguiente efecto en el patrimonio técnico.

Escollos para la titularización de cánones de leasing

Hasta el momento no ha sido posible realizar en el país titularización de cánones de leasing, debido a una interpretación de la Superintendencia Bancaria contraria a la práctica internacional, conforme a la cual únicamente pueden cederse al patrimonio autónomo los flujos del contrato mas no el contrato en sí, ni el activo dado en leasing. Como se analizó al comienzo, la separación tanto del activo como de los flujos es condición necesaria para la realización del proceso, pues de lo contrario no se produce el aislamiento de los activos titularizados del riesgo del originador, ni el efecto en patrimonio técnico.

Esta posición la revisa la Superintendencia, pues evidentemente existe interés en que en Colombia pueda desarrollarse este tipo de titularización.

Limitaciones de inversión

Fondos de pensiones

A pesar de que en el país se comenzó a hablar de titularización precisamente a raíz de la creación de los fondos de pensiones, para dotarlos de un instrumento seguro de inversión a largo plazo, la actual regulación sobre el particular, contenida en el Decreto 1630 de 1994, es muy restrictiva.

En Colombia solamente los papeles provenientes de procesos de titularización cuentan hoy día con un diseño estructural, que les permite ser calificados como AAA desde el punto de vista del riesgo crediticio, lo que indica, en términos de la técnica de calificación, que «los factores de riesgo son prácticamente inexistentes».

No resulta entonces lógico que dentro del régimen de inversión de los fondos de pensiones, los títulos provenientes de procesos de titularización tengan un

límite del 20% en el total de su portafolio, cuando cualquier otro tipo de papeles emitidos por instituciones financieras tiene un límite del 30%. Además, la adquisición de títulos de una misma emisión está limitada al 20%.

Compañías de seguros

En Estados Unidos en la década de los treinta los principales inversionistas en créditos hipotecarios originados por las instituciones financieras eran precisamente las compañías de seguros, las que con sus reservas otorgaron liquidez a los originadores mediante las compras de hipotecas. Tal sistema se sofisticó y perfeccionó con la aparición de las agencias estatales tipo Ginnie Mae, y las hoy día privadas Fanny Mae y Freddy Mac, que comenzaron a empaquetar los créditos hipotecarios con el objeto de expedir papeles homogéneos y garantizados.

Mediante Decreto 1279 de 1995 el gobierno expidió una autorización específica a las compañías de seguros para invertir sus reservas en títulos provenientes de procesos de titularización. Sin embargo, en lo que respecta a cartera hipotecaria, tal inversión únicamente computa dentro de las catalogadas como admisibles y no dentro del rubro de las denominadas inversiones forzosas.

Teniendo en cuenta la evolución del régimen de las citadas inversiones forzosas, resulta lógico que tal autorización se refiera al monto tradicionalmente dedicado a las mismas, o sea al 40% de las reservas técnicas, en la medida en que los títulos cuenten con una calificación por lo menos de AA. Esto considerando que las características de tales inversiones, según la ley, son alta liquidez, rentabilidad y seguridad, precisamente las cualidades propias de un título de titularización con una calificación como la mencionada.

El tratamiento discriminatorio consiste en el hecho de que dentro de las inversiones forzosas de las compañías de seguros computan instrumentos tales como papeles comerciales emitidos por sociedades vigiladas por la Superintendencia Bancaria y títulos emitidos o aceptados por establecimientos de crédito. Al tenor de las mismas razones expuestas en punto de los

límites de inversión de los fondos de pensiones, resulta apenas lógico que los títulos provenientes de procesos de titularización tengan un tratamiento al menos similar al de los papeles mencionados, dado que su nivel de riesgo es menor y en la mayoría de los casos su rentabilidad resulta mayor.

Los anteriores comentarios valen también para las sociedades de capitalización.

TRANSFORMACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA. MODELO DE INTERMEDIACIÓN VS. MODELO DE ESPECIALIZACIÓN DE FUNCIONES

La titularización realmente comporta un tremendo cambio de cultura financiera porque, como hemos visto, representa una alternativa de fondeo mucho menos riesgosa y, por ende, menos gravosa desde el punto de vista tanto de los requerimientos de capital como de la gestión y evaluación de riesgo para la entidad financiera.

Hay que analizar este cambio a la luz de la comparación entre la banca tradicional y el sistema que se deriva de la práctica de la titularización en forma generalizada en un determinado sector. Este último puede denominarse sistema de especialización de funciones.

La banca tradicional la conforman instituciones que desarrollan todo el ciclo financiero, compuesto por actividades que con este esquema son interdependientes dentro de una misma institución. Así, cada banco, corporación o compañía de financiamiento desarrolla todo el ciclo de captación de los fondos, colocación de los créditos, recaudo de los mismos y manejo de los riesgos inherentes a tal actividad. Es más, las entidades financieras se llaman «intermediarios financieros» porque sólo se conciben en su función de intermediar.

Con todo, realmente la esencia de la actividad financiera puede ser distinta, y de hecho lo es en sistemas evolucionados de titularización. Este mecanismo transforma las entidades financieras en empresas dedicadas a realizar una determinada función dentro del ciclo financiero: la captación, la colocación,

el servicio de la cartera o el manejo de los riesgos. Cada agente del mercado, según sus destrezas, se enfoca a la realización de una sola actividad.

Las transformaciones que comporta este modelo, que en efecto existe en los Estados Unidos en el campo hipotecario, son las siguientes:

Transformación en el esquema de fondeo-separación de roles

Las instituciones financieras cambian en mayor o menor grado el sistema de fondeo mediante la captación tradicional, por el de cesión de los activos originados (créditos) y emisión de títulos en el mercado de valores con respaldo en tales activos. Este sistema permite el «reciclaje» de los recursos para la colocación de nuevos activos.

Por esta gran diferencia a veces resulta particularmente difícil entender que un banco hipotecario pueda ser una entidad que no capta dineros del público y que se dedica en forma exclusiva a colocar créditos y a venderlos acto seguido a otra entidad que los titulariza. Esta última provee entonces al banco hipotecario de los recursos necesarios para que continúe realizando su actividad.

Algunas veces la misma entidad originadora realiza también la función de recaudo de la cartera, pero en otras ocasiones es una entidad distinta, más especializada, la que se encarga del denominado *servicing*.

Ahora bien, la actividad de titularización misma, es decir, la transformación de los activos en títulos destinados a circular, es tarea que realiza una entidad especializada que se dedica precisamente a comprar activos financieros y a «empaquetarlos» para colocarlos en el mercado. Estas compañías son las denominadas «de quiebra remota» o *conduits*, y en el plano exclusivo de hipotecas, son las agencias tipo Fannie Mae o Freddy Mac. Entre nosotros serían simplemente «compañías titularizadoras».

Finalmente, surgen las empresas especializadas en proveer el denominado *credit enhancement*, con el objeto de evitar el traslado de ciertos riesgos a los inversionistas. Estas empresas dedicadas al negocio llamado *financial*

guarantee soportan un riesgo ya reducido o minimizado en virtud de la transformación que se vio al comienzo, y además contractualmente limitado. En ocasiones, la garantía es provista por la propia empresa titularizadora, como sucede con Fannie Mae o Freddie Mac en los Estados Unidos.

Origen de las utilidades

Lo anterior implica naturalmente un viraje de la obtención de utilidades vía margen de intermediación, hacia la generación de comisiones por servicios. Dependiendo de la especialización de la respectiva entidad, sus ingresos provendrán de las comisiones de originación o colocación de crédito, de los honorarios por recaudo y administración de la cartera, de la remuneración por el otorgamiento de las garantías o de otras fuentes como los honorarios por diseño y colocación de los títulos, típica actividad de banca de inversión.

Gestión de riesgos

El escenario de especialización de funciones implica naturalmente un cambio total en el manejo, evaluación y administración de riesgos, pues al salir los activos del balance de la entidad que los originó, desaparecen o se trasladan todos los riesgos inherentes a dichos activos, tal como se analizó anteriormente. Basta ahora recordar que una entidad que se especializa en originar activos para cederlos una vez creados, por definición no enfrenta el riesgo de *gap* de tasas y plazos, pues no conserva los activos colocados en su balance, ni tiene captación del público en su pasivo. Tampoco el patrimonio autónomo lo enfrenta, en la medida en que diseñe adecuadamente.

Aunque los ingresos por comisiones puedan resultar menos atractivos que el margen de intermediación, el panorama de especialización resulta cada vez más atractivo para las entidades financieras no sólo por el peso de los riesgos en sí, sino por la creciente imposición de restricciones por parte de las autoridades que en últimas impactan la rentabilidad del negocio.

Todas estas diferencias redundan en últimas en beneficio del usuario final, pues la especialización en las funciones incrementa la calidad de los

productos y servicios, y la conexión de los originadores de créditos con los mercados de valores del mundo a través de las titularizadoras, genera un mayor volumen de recursos disponibles, lo cual abarata los costos de los créditos. Este efecto se intensifica si se tiene en cuenta también que la entidad originadora se releva de la administración de los riesgos, para dar paso a un manejo más técnico de los mismos y, por ende, más eficiente y menos costoso.

Este panorama nos lleva a vislumbrar también un cambio en las que hasta ahora se han considerado «ventajas comparativas» de las entidades financieras. ¿Para qué las grandes redes de oficinas de captación, si el fondeo puede realizarse a través de las bolsas de valores? ¿Dónde quedan las barreras de entrada ante la competencia de las entidades financieras extranjeras si tales redes no se requieren ya para incursionar en el negocio de originar créditos? Como consecuencia obligada surge la imperiosa necesidad, para las entidades financieras, de reforzar sus destrezas particulares, sus fortalezas estratégicas, con el fin de prepararse adecuadamente para sobrevivir y ser exitosas en un ambiente pleno de cambios, pero también de nuevos e interesantes retos y oportunidades.

RIESGOS DE TESORERÍA

Julieta Kappaz de Guarín
Vicepresidente de Riesgo de la Banca de Inversión del Citibank

En el área de tesorería, aparte del riesgo de liquidez, se presentan algunos otros como el del crédito; es el riesgo tradicional, el cual consiste en que se le presta un dinero a un cliente y éste no paga. Cuando se hace una transacción de crédito, el banco se enfrenta a la posibilidad de perder la totalidad de esa obligación que el cliente tiene con él.

Siempre hay que asegurarse de que el cliente cumpla sus obligaciones con el banco y esto se aplica a la tesorería en otro tipo de riesgos. ¿Por qué existen otro tipo de riesgos en la tesorería, diferentes de los de cartera? ¿Por qué hay que estar alerta en este tipo de riesgos? La razón es que el mundo financiero ha cambiado; existen nuevas líneas de productos. ¿Quién iba a pensar hace cuatro años que habría un mercado de *forwards* o un mercado de opciones, o que se estarían haciendo fondeos? Hoy los portafolios son muy grandes y, por tanto, generan riesgos adicionales.

Los plazos también son largos; no sólo se hacen cosas de corto plazo, a 90 días, sino también transacciones de un plazo mayor. Los mercados son más variables y ya no hay la misma estabilidad. Es probable que mientras se esté haciendo un negocio en Cartagena, pueda darse un evento en Japón, en

Londres o en cualquier otro lugar del mundo que afecte la situación financiera o las posiciones que se puedan tener en Colombia. Por otra parte, hoy también se proyecta un alto nivel de competencia.

Uno de los principales riesgos, adicional al del crédito, es el del emisor. El mercado todavía no reconoce la diferencia entre los diferentes emisores y de pronto se paga un *premium* por un papel, por un emisor que puede estar muy bien calificado o viceversa; de pronto en el mercado se pueden conseguir tasas mejores con un emisor que tal vez no tenga la mejor situación financiera. Este riesgo no es solamente que al vencimiento de un papel el emisor no pueda pagarlo, sino que exista una percepción en el mercado de que ese emisor puede tener algún problema para pagar e inmediatamente se baje el precio de ese papel; por tanto, se debe analizar la capacidad que tienen los emisores de pagar sus papeles de deuda, tal como se hace cuando se estudia un cliente al que se le presta dinero.

Normalmente los análisis de los emisores deberían realizarse sobre la parte cuantitativa del balance de ese cliente: el retorno de sus activos, sus utilidades, cuál es la calidad de la cartera, cuál es la liquidez que tiene el papel de ese emisor en el mercado, cuánto tiene ese emisor en circulación en el mercado; otro punto importante que hay que estudiar es cuánto tiempo tomaría vender ese papel, en caso de comprarlo.

Si se analizaran emisores del sector real, también se tendría que mirar otro tipo de parámetros, como por ejemplo la rotación de cartera o la rotación de inventarios; sin embargo lo importante es que siempre se estudien cuantitativamente los balances de las empresas para tener la certeza de que el emisor al final va a poder pagar.

Por otra parte, el análisis cualitativo es bien importante; hay que ver quiénes son los accionistas de la empresa, los gerentes, la gente con la cual se va a negociar, su trayectoria en el mercado, el entrenamiento, la estrategia de la institución financiera, etc. Lo ideal es que haya una independencia en la forma como se analizan esos aspectos, que las personas que están en las

mesas sean independientes de quienes realizan los estudios y de quienes hacen los cumplimientos o las áreas operativas.

Los *traders* son personas que apuestan a que la tasa de cambio suba o baje, es decir, corren riesgos; por tanto, se requiere tener un pasado o una trayectoria que permita determinar de una u otra forma lo que pudiese ser el futuro en un momento dado.

El otro riesgo es el precio. ¿En qué forma se puede analizar o proveer? ¿De qué manera las variaciones de precio pueden afectar el valor de una posición de títulos o monedas? Hay muchas formas de saber cómo podrían variar estos valores. Una sería a través de valoración a precios de mercado. Con esta herramienta se puede averiguar si se gana o se pierde con las tasas de mercado vigentes en ese momento vs el precio al cual se compró o vendió la posición que se está valorizando.

Con esta herramienta se puede averiguar si se gana con una posición vs el precio que se paga por él, o si se está perdiendo vs el precio que se paga por esos papeles o por esa posición en alguna moneda.

Igualmente se analizan los factores de mercado, tasa de interés en pesos, en dólares, tasa de cambio, cualquier factor de mercado que pueda afectar las posiciones vigentes; por ejemplo, si se tiene una posición en dólares, entonces su factor de mercado es la tasa de cambio, o las tasas de interés del dólar en el exterior.

El análisis de sensibilidad es otra manera de hacer las mediciones. Este análisis consiste en dar un factor o una medida unitaria. Por ejemplo, si se tiene una posición en pesos, ¿qué pasaría si hoy las tasas de interés subiesen 1%? La medida que se le va a dar a ese factor de sensibilidad va a depender del comportamiento que tengan las tasas, porque de pronto un 1% en el mercado es bueno, pero en mercados hiperinflacionarios quizás no sea suficiente; entonces se podría aplicar una medida de 10% y preguntarse: ¿qué pasaría si cambiara la tasa de interés de 10%? Se escogería la medida que parezca más razonable.

Lo más importante, sin embargo, no es saber qué pasaría si se mueve la tasa 1%, sino determinar la frecuencia con que puede cambiar 1% la tasa de interés. Si se analizó únicamente qué pasa con ese 1%, no se tendría la capacidad suficiente para conocer el potencial de pérdida. Para saber con qué frecuencia cambiaría, se puede llevar una estadística o una base de datos en la que todos los precios en bases diarias se incluyeran allí, calculándose con dos desviaciones estándar para tener una confiabilidad muy cercana o muy grande, casi del 100%, para estar absolutamente seguros de cómo esa volatilidad, esos posibles cambios que se puedan dar, afectarían a la entidad.

Existe una medida sencilla que consiste en tomar el factor de sensibilidad, multiplicarlo por esa volatilidad, o sea los posibles cambios que pudiese tener el factor de mercado que está afectando a la entidad, y con eso puede calcularse, con las posiciones que se tienen, cuál puede ser la posible pérdida en un momento dado.

Hay otras herramientas para poder pensar en qué forma se limitan los potenciales de pérdida. En Colombia, por ejemplo, es distinta la volatilidad de la tasa a 90 días, a 360 días, etc. Lo que se propondría es mirar si se le puede poner un tope a esas apuestas que hacen los *traders* todos los días. Se podría decir: ¿por qué no definir que los *traders* puedan hacer las apuestas que quieran con sus posiciones en dólares, o con sus posiciones en pesos? Cada institución podría determinar si está dispuesta a perder, por ejemplo, un mes de utilidades al año, o quince días, de acuerdo con el tamaño de su balance y su capacidad de asumir riesgos.

En las normas internacionales la mayor parte de estas medidas tienen un tope, algo así como dos meses de utilidades al año, pero depende de la capacidad que se tenga del balance, del tamaño del mismo, de la capacidad de la gente que está tomando los riesgos, etcétera.

Hay otro tipo de riesgos en el que se debe analizar, no sólo a quien nos debe, sino a las personas con las cuales se hacen las transacciones, es decir, las contrapartes. Si se realiza una transacción con un banco determinado, con un papel del banco A, el banco A es el emisor del papel y el banco X es la

contraparte con la cual se está trabajando. Es importante analizar la contraparte porque ésta es la que tiene que cumplir.

¿Qué pasa si esa persona no cumple? Supóngase que el contrato fuese a una semana: si la persona dice que no va a cumplir porque las tasas subieron o porque bajaron, etc., lo más probable es que el *trader* haya cerrado una transacción similar en donde lo que compraba, lo vendía. Entonces podría poner al banco en una situación tal, que el banco que hizo la transacción no pudiera cumplir porque la contraparte le incumplió. Esto se llama riesgo de precumplimiento.

Las condiciones para que haya un riesgo de precumplimiento son que la contraparte no cumpla y que el instrumento con el cual se está negociando normalmente tenga un valor positivo a valores de mercado. Lo que significa esto es que si por ejemplo se le vende a alguien un millón de dólares, la contraparte tiene que entregar pesos; si esto se cierra a las nueve de la mañana y si la transacción es para el mismo día, lo más probable es que los pesos se entreguen a las tres de la tarde. Si la transacción es *forward*, a los tres meses van a entregar los pesos y quien vende dentro de tres meses debe entregar los dólares. ¿Cuál es el riesgo que se corre durante el período que dura ese *forward*? ¿Cómo se hace para calcular dicho riesgo durante ese período de tres meses? La persona que vende tiene un valor en riesgo que es el valor del posible cambio de precio que sufriría la tasa de cambio en ese período de tres meses, y la forma como se calcularía ese valor en riesgo es determinar cuáles podrían ser los valores de mercado que alterarían el valor de ese contrato, en este caso la tasa de cambio.

Es necesario controlar el riesgo de liquidez porque es una cuestión de supervivencia. Si corre un rumor en el mercado de que una institución financiera tiene un problema, hay fila en el banco para sacar los depósitos. Eso es lo que se llama riesgo o contingencia de liquidez. No es normal que ocurra porque los rumores son solamente eso. Pero es un riesgo de supervivencia.

Estos riesgos pueden atenuarse por medio de la diversificación de las fuentes; igualmente, los planes de contingencia pueden afectar a una entidad en

particular, o a todo el sistema financiero porque hay una iliquidez general. Siempre debe haber una forma, por supuesto está el Banco de la República, hay líneas de redescuento, pero el plan de contingencia tiene que ayudar a responder con las obligaciones.

Debe haber unos límites, tal como lo va a hacer la Superintendencia Bancaria, para el manejo de los *gaps* o de los desfases y tendría que ser a la vista, a 30 o 90 días; sin embargo, esas primeras bandas son las más difíciles porque puede presentarse un problema de liquidez en un momento muy rápido, mientras que si se tiene un problema de liquidez a 360 días, desde hoy se planea lo que se puede hacer en ese lapso.

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS
PARA 1996

César González Muñoz
Presidente de la Asobancaria

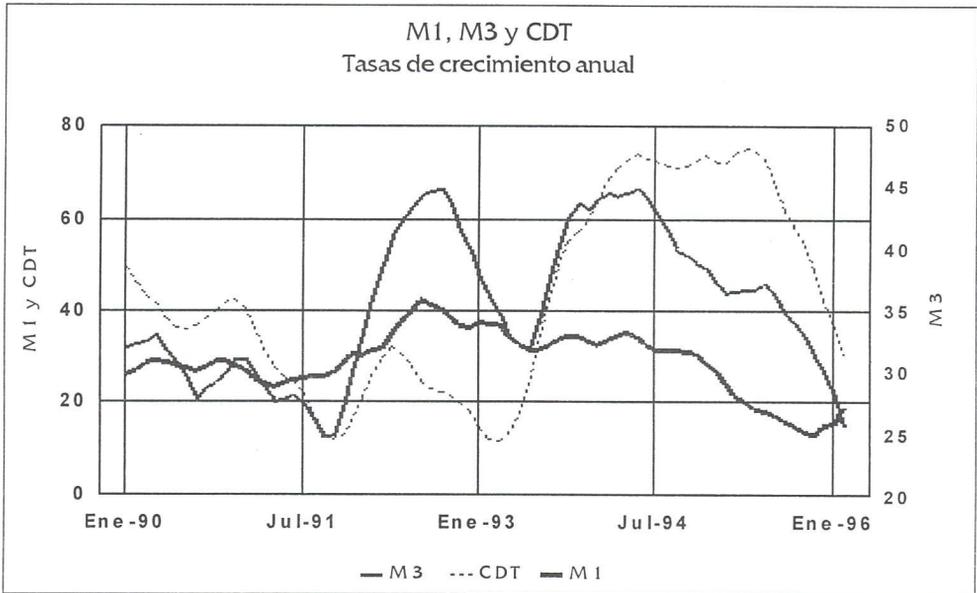
En este artículo se realiza una revisión de los principales lineamientos de la política económica de corto plazo y de sus perspectivas futuras. En la primera parte se analiza la dinámica de la inflación y de las políticas monetaria y cambiaria; en la segunda parte se revisa la situación fiscal; en la tercera se hace referencia a las principales características del sector externo, y en la cuarta se habla sobre las expectativas de crecimiento, a la luz de las variables anteriores. En la última parte se presentan algunos comentarios relacionados con el comportamiento del sistema financiero.

MONEDA, INFLACIÓN Y CAMBIOS

Lo primero que hay que anotar en cuanto a la situación macroeconómica es que se está viviendo un cambio fundamental en los parámetros de comportamiento de las variables y la política monetarias. La apertura económica, la liberalización del sector financiero y el establecimiento de nuevas normas de manejo de la banca independiente «a la colombiana» generan cambios importantes en estos parámetros de comportamiento.

Precisamente, y como resultado de esa evolución particular, el dinamismo de los principales agregados monetarios presenta una tendencia descendente. En enero de 1996 la tasa de crecimiento anual de los medios de pago fue la más baja de los últimos quince años, 14%, frente a un promedio anual del 27% desde 1981 (gráfico 1).

Gráfico 1



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria. Promedios móviles de orden 4.

En una economía con otras características, ese bajo dinamismo de los medios de pago se habría traducido en una gran recesión. Aun cuando éste no es estrictamente el caso de la economía colombiana, es necesario prestar mucha atención a la evolución de las variables monetarias y su manejo en los próximos meses y años, para no terminar causándole graves daños al crecimiento económico y al empleo.

La tendencia descendente de los agregados monetarios más amplios está relacionada, entre otros elementos, con el incremento de los encajes sobre las captaciones mediante certificados de depósito a término. Las modificaciones recientes en los niveles y estructura de los encajes corresponden a una política deliberada de la junta directiva del Banco de la República, tendiente a disminuir la dispersión entre encajes de los diferentes instrumentos de captación; la Asobancaria considera que esa no es una solución muy acertada desde el punto de vista de la racionalidad; sin embargo, no se puede negar que hoy se vive una situación de menor diversidad y dispersión en esos porcentajes, en relación con la situación de 1991 (cuadro 1).

Cuadro 1

| Niveles y estructura de los encajes 1990 - 1996 | | | | | | | |
|--|----------|----------|----------|------|------|---------|---------|
| Instrumentos | 1990 | 1991* | 1992 | 1993 | 1994 | 1995** | 1996 |
| Cta. cte. oficial | 53,5 | 70+100mg | 70 | 70 | 70 | 40+21mg | 36+21mg |
| Cta. cte. privada | 35 | 41+100mg | 41 | 41 | 41 | 40+21mg | 36+21mg |
| CDT 6 meses | 10 | 10 | 10 | 3 | 3 | 3+10mg | 5+10mg |
| CDT 6 a 12 meses | 10,2,5,6 | 10,2,5,6 | 5 | 2 | 2 | 2+5mg | 5 |
| CDT + 12 meses | 10,6,1 | 10,6,1 | 5 | 1 | 1 | 1+5mg | 5 |
| Cuentas ahorro | 31,9,1 | 16,5,9,1 | 16,5,9,1 | 10 | 10 | 10 | 10 |

* El encaje marginal del 100% se aplicó entre enero y septiembre de 1991

** El encaje marginal del 21% se aplica sobre el 95% del saldo de cuentas corrientes oficiales y sobre el 93% del saldo de las cuentas corrientes privadas, registrados al 29 de abril de 1995. El encaje marginal sobre CDT se aplica sobre el 100% del saldo registrado al 29 de abril de 1995.

Fuente: Banco de la República.

Es curioso constatar la tremenda intervención que se dio en esa época sobre el sistema financiero; más aún cuando se trataba de un gobierno llamado neoliberal. Esa intervención trajo consigo, además, un encaje marginal del 100% y la aplicación de un sistema de encaje complicado para el manejo de la política monetaria y de las estrategias comerciales y financieras de las entidades del sector.

La política monetaria restrictiva que se viene aplicando desde marzo de 1994 tiene un importante impacto sobre el crecimiento de la cartera, es decir, cumple con uno de los objetivos fundamentales de las autoridades económicas. Para las autoridades monetarias y también para el Ministerio de Hacienda, el problema de la inflación de 1993 y 1994 consistía en que el sistema financiero estaba prestando demasiado dinero y con ello estaba causando un *boom* del crédito y del consumo, que incidía sobre la demanda agregada.

Si se le hubiera preguntado al anterior ministro de Hacienda sobre el crecimiento de la cartera, él habría respondido que se trataba de una natural consecuencia de la apertura del sector financiero. Sin embargo, durante la actual administración, las autoridades monetarias cambiaron su visión y, súbitamente, consideraron necesario modificarle la orientación al crecimiento de la cartera.

La tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda legal se redujo del 49%, a principios de 1994, hasta un nivel del 32% a mediados de febrero de 1996. En igual período, la tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera se redujo alrededor de cinco puntos; sin embargo, su comportamiento ha sido más irregular. Entre enero y agosto de 1994 su crecimiento anual se redujo en 30 puntos, pero a partir de esa última fecha recuperó su dinámica de crecimiento, hasta alcanzar niveles cercanos al 50% a finales de septiembre de 1995. El crecimiento en pesos de la cartera en moneda extranjera está asociado, en parte, a un registro de la devaluación un poco mayor que el esperado.

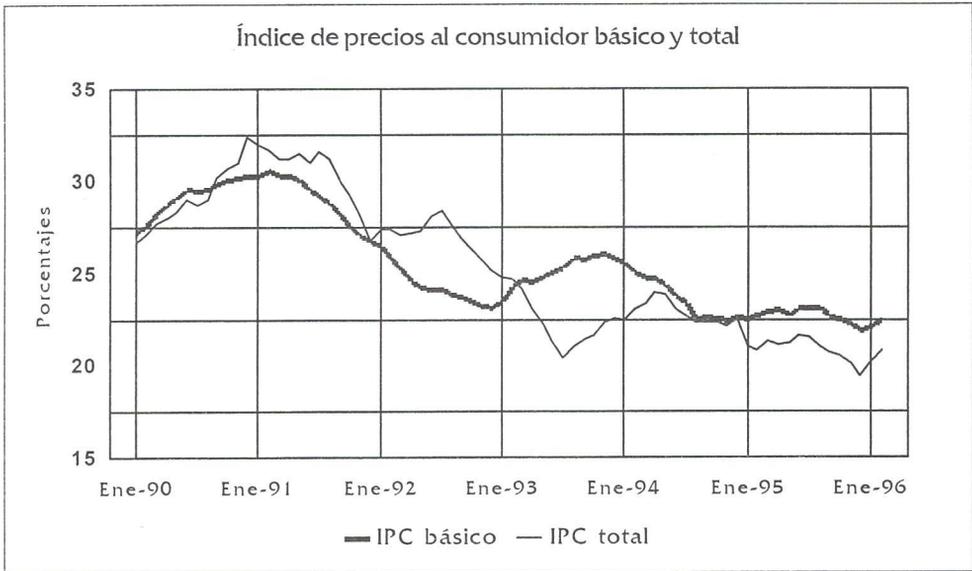
Pero a pesar de los resultados de la política económica en términos del crecimiento de los principales agregados monetarios y de la evolución de la cartera, el registro de la inflación a finales de 1995 (19,5%) se debe más a san Pedro y al Pacto Social, que a un éxito contundente de la autoridad monetaria. Los precios de los alimentos se comportaron muy bien, porque hubo un buen clima, y los precios públicos estuvieron de acuerdo con los compromisos del gobierno en el Pacto Social. Como resultado de estos factores la inflación cayó 6,6% en el segundo semestre. Infortunadamente, los éxitos en materia de índice de precios en este país siguen dependiendo del clima físico y del clima político. Las autoridades monetarias deben estar un tanto perplejas ante la ineffectividad de su política.

En Colombia ha habido una fuerte restricción monetaria, se han aplicado los criterios clásicos de la política monetaria en situaciones de exceso de demanda y de inflación persistente, pero no ha ocurrido nada sustancial en materia de inflación.

Parte del problema reside en el hecho de que la restricción monetaria no es un instrumento capaz de controlar los índices de precios de los alimentos. En el trópico, los precios de esos bienes están sujetos a las modificaciones climáticas. Para efectos de las metas sobre inflación se debería descartar ese tema, verlo como un problema de precios relativos y mirar más bien lo que sería el índice de precios en un país temperado, con economía abierta, como la Gran Bretaña o Argentina.

El IPC básico, que excluye los precios de los alimentos y las tarifas, sigue desde mediados de 1994, atado entre el 22 y el 23%. Es un caso de inercia inflacionaria y de incapacidad de las autoridades monetarias que, a pesar de ser bien intencionadas y estar exentas de intereses y pasiones diferentes del interés nacional, tienen problemas para producirle un golpe real a la inflación (gráfico 2).

Gráfico 2



Fuente: Dane. Metodología Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

En materia de tasas de interés, el manejo por parte de las autoridades monetarias también ha sido desafortunado. La persistencia de altos niveles en las tasas de interés reales desde principios de 1995, resultado de la política monetaria, dio lugar a una innecesaria e inoportuna intervención (gráfico 3). El control se retiró antes del término de su vigencia, y las tasas volvieron a incrementarse, en especial después del problema cambiario de agosto de 1995, generado por la detención del exministro Fernando Botero. Ese nuevo nivel resultaba apropiado para la junta, dada la presión sobre el límite superior de la banda cambiaria.

Gráfico 3



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria.

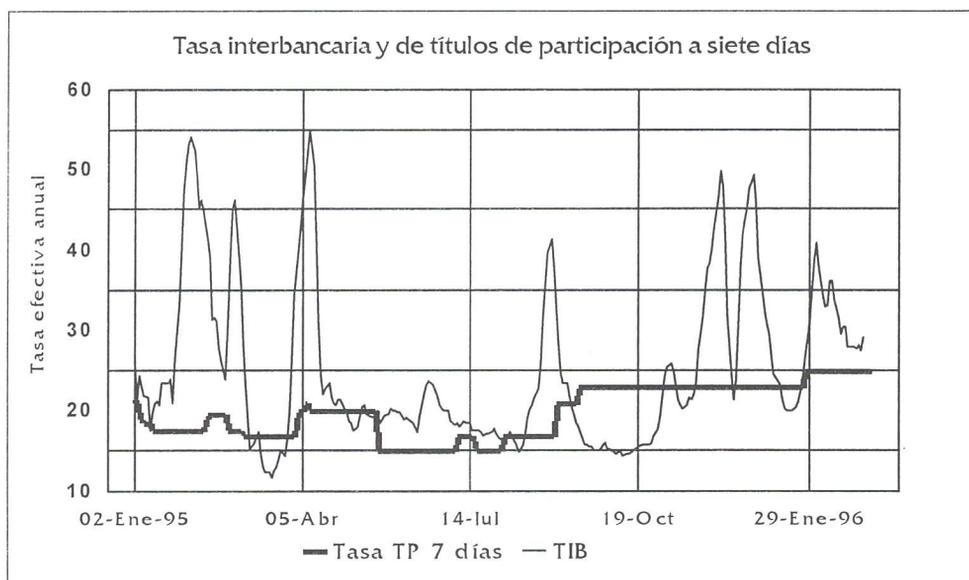
La economía de este país es absolutamente desmemoriada y curiosa en su comportamiento. Sólo hace cuatro años, a mediados de 1992, las tasas de interés reales eran negativas. Esto fue por cuenta de la apertura y del neoliberalismo; en esa época el presidente del banco central argumentaba que en una economía abierta no se podían controlar los medios de pago y que lo que se debía buscar era una tasa de interés muy baja, sin importar cuál fuera el crecimiento de los medios de pago. De hecho, hacia mediados de 1992 el crecimiento anual de M1 era del 45%.

El comportamiento de la tasa interbancaria también se ha visto afectado por la defensa de la banda cambiaria; en particular, porque la junta directiva del Banco de la República trata de mantener una rentabilidad en pesos suficientemente atractiva, de tal manera que se distraigan recursos del mercado en dólares y se libere la presión sobre la banda.

Entre abril y agosto de 1995 la tasa interbancaria presentó un comportamiento bastante estable. Ese comportamiento está relacionado, como lo ha mencionado la Asobancaria en diversas oportunidades, con la intervención del Banco de la República en el mercado de dinero. En ese aspecto la posición de la Asobancaria fue muy fuerte desde el principio; en diversas oportunidades se solicitó a la junta directiva del Banco de la República que participara en el mercado suministrando liquidez para amortiguar el impacto de la inestabilidad en el costo del dinero.

Cuando la autoridad monetaria incrementó la tasa de los títulos de participación a siete días, a comienzos de septiembre, por cuenta del problema cambiario de agosto, la tasa interbancaria volvió a portarse como si fuera un sismógrafo describiendo un fuerte terremoto (gráfico 4).

Gráfico 4



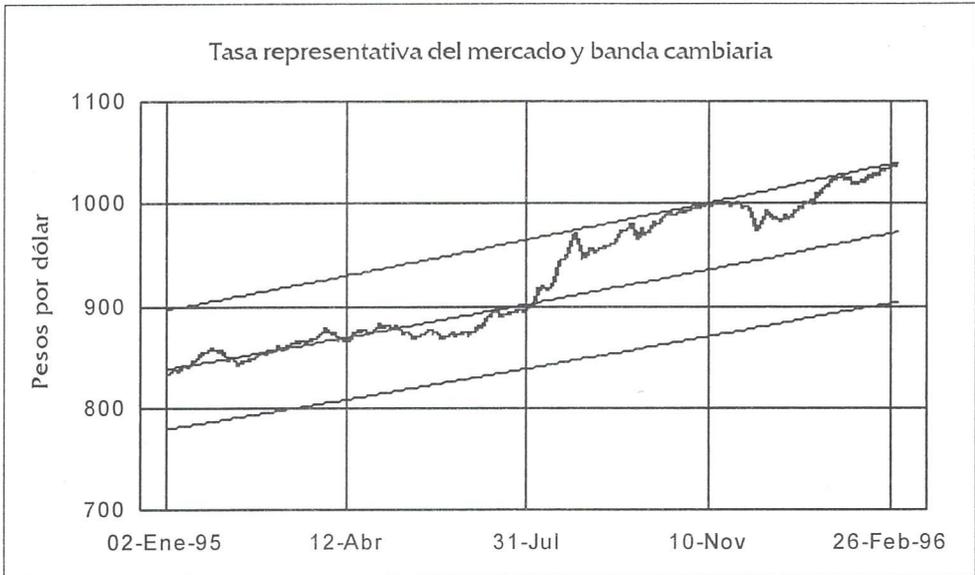
Fuente: Banco de la República. Encuesta diaria Asobancaria. Cálculos Asobancaria.

Hoy la situación en términos de intervención del Banco de la República es más eficiente y útil que antes, cuando el banco se negaba a participar en los mercados de activos monetarios de corto plazo.

En cuanto al comportamiento de la tasa de cambio en 1995, es importante resaltar la capacidad técnica de la junta directiva del Banco de la República para defender la banda cambiaria. La devaluación del 18,6%, que en buena medida obedeció al sobresalto de agosto, habría sido mayor en otras circunstancias (gráfico 5).

El sistema financiero y sus operadores deberán consolidar expectativas sobre la enorme capacidad técnica y financiera del banco, para manejar el potencial problema cambiario en Colombia. Mientras que las disponibilidades de reservas internacionales del banco ascienden a los US\$8 mil millones, los intermediarios del mercado cambiario realizan operaciones por un total aproximado de US\$120 millones al día.

Gráfico 5



Fuente: Banco de la República.

Perspectivas para 1996

En el actual escenario, la interrelación entre la situación cambiaria, el nivel de las tasas de interés, los objetivos inflacionarios, la situación política y la

descertificación, configura una encrucijada de política económica para las autoridades monetarias. En esas condiciones, es necesario que los agentes económicos revisen permanentemente el comportamiento del mercado cambiario.

El Banco de la República tiene tres opciones:

- a) Defender la banda cambiaria, lo que implica mantener altas tasas de interés.
- b) Modificar la banda cambiaria, generando presiones adicionales sobre la inflación.
- c) Abandonar el esquema de banda cambiaria y dejar flotar la tasa de cambio contra una gran presión inflacionaria y, por esa vía, un desbordamiento de la especulación contra el peso.

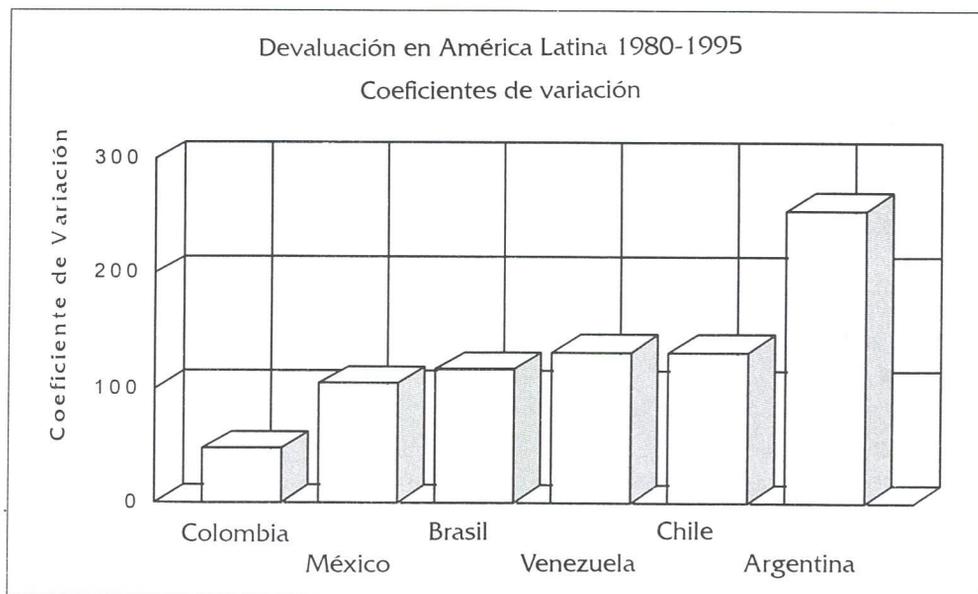
Lo más probable es que se defienda la banda cambiaria con el costo de altas tasas de interés; el Banco de la República tiene reservas internacionales y competencia suficiente para manejar el tema. El impacto de eventuales ataques especulativos contra el peso sobre el nivel de las tasas de interés dependerá de la intensidad con la cual el Banco de la República intervenga en el mercado.

La venta de divisas por parte del Banco de la República se constituye en un factor importante a través del cual se mantiene la astringencia monetaria. Las últimas modificaciones en los encajes sobre captaciones mediante cuentas corrientes buscan compensar en parte la restricción monetaria; ello no implica un incremento en la liquidez del sistema.

La última reducción de encajes sobre cuentas corrientes liberará cerca de \$160.000 millones, los cuales compensarán la restricción monetaria causada por la venta de divisas (US\$256 millones en lo corrido de 1996). El Ministerio de Hacienda no tiene razón cuando dice que las modificaciones en los encajes aumentarán la liquidez y permitirán una disminución en las tasas de interés.

La estabilidad de la devaluación del peso hace más improbables los ataques especulativos. La noción colombiana de manejo cambiario es completamente distinta de las situaciones que se ven en otros países de América Latina. En este caso, la costumbre se constituye en un importante factor de estabilidad (gráfico 6).

Gráfico 6

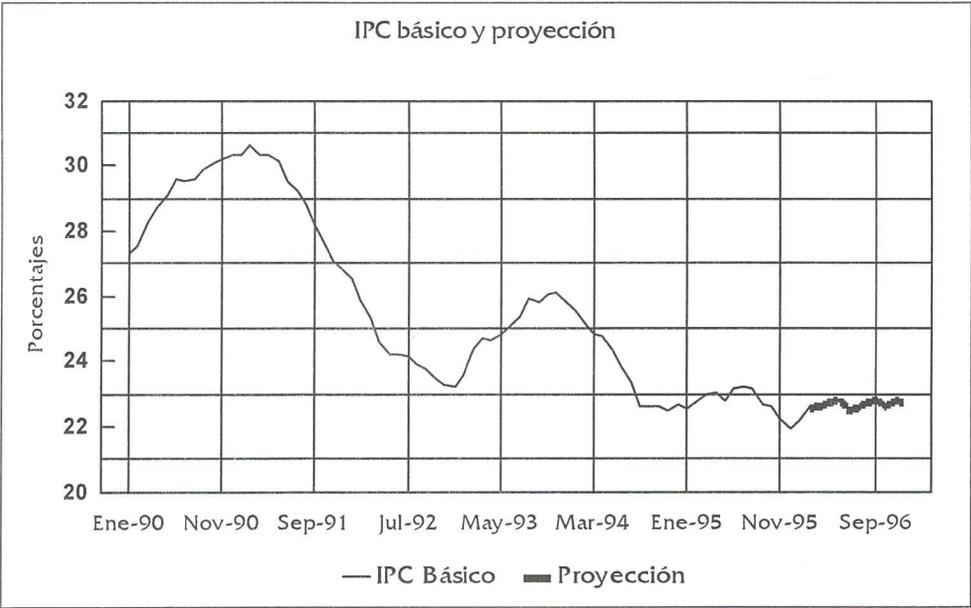


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

En cuanto al comportamiento probable de la inflación, las expectativas no son halagüeñas. La posible reversión del ciclo agrícola y la extrema vulnerabilidad respecto de las condiciones climáticas pueden derivar en fuertes presiones sobre el índice de precios al consumidor. En igual sentido actuarán el aumento del IVA y el intento de recuperación del ingreso real, por parte de algunos sectores que participaron en el Pacto Social en 1995. Los efectos tardíos de la devaluación nominal en 1995 tuvieron un rápido impacto sobre los índices de precios, mientras que el aumento en las tarifas de los servicios públicos no ha permitido que se quiebre la inercia inflacionaria. Una proyección de la Asobancaria, que considera los elementos antes mencionados, indica que la inflación básica terminará el año en un 23% (gráfico 7).

En escenarios diferentes, en los cuales la crisis política lleve a una presión cambiaria inaceptable, se permita la flotación del peso, o las tasas de interés sufran aumentos adicionales, la cifra del IPC podría cambiar. Por ejemplo, si la devaluación del peso no estuviera dentro de la banda cambiaria, sino *n* puntos por encima, el IPC básico podría llegar al 24 o 25%.

Gráfico 7



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria.

CRECIMIENTO ECONÓMICO EN 1995

Al finalizar 1995 la tasa de crecimiento anual del producto interno bruto fue del 5,3%; este registro es superior al promedio de los últimos cuatro años y se justifica en buena medida por los resultados del PIB agrícola: durante 1995 éste creció un 5,5%, frente a un promedio de 1,62% entre 1991 y 1994.

Sin embargo, se presentaron y se siguen presentando problemas sectoriales muy fuertes. La recesión de la actividad edificadora está asociada en buena medida al desplazamiento de los capitales del narcotráfico, que se han visto

obligados a salir de los circuitos de oferta y demanda de la edificación. El contrabando, el *dumping* y la competencia desleal, en especial en sectores manufactureros, son fenómenos absolutamente visibles. A estos hechos concretos hay que sumarles los factores de desaceleración que trae consigo la sola apertura económica.

Esta situación complica el análisis del riesgo en el sistema financiero, pues empresas económicamente sanas dentro de sectores en problemas reciben un tratamiento similar a compañías que sí presentan inconvenientes graves; por tanto, el sector financiero debe revisar sus estándares de calificación de cartera para no hacer daño a las empresas sólidas.

El problema de los ingresos de la economía cafetera es delicado, pero en Colombia no se ha tomado conciencia de ello. Este sector presenta serias fallas de carácter estructural y una gran pobreza de ingresos netos para gastos de consumo, lo que constituye uno de los grandes inconvenientes económicos y sociales del país.

El mantenimiento de altas tasas de interés se tradujo en una gran pérdida de dinamismo de la demanda agregada. En este sentido las autoridades monetarias también lograron su objetivo, haciendo pagar a la economía los costos por el *boom* de demanda de principios de la década (gráfico 8). Es necesario insistir en el hecho de que, en contraste con estos resultados y con los de desaceleración de los principales agregados monetarios, no se han logrado resultados favorables en términos del control de la inflación.

El consumo y la inversión pública contribuyeron solamente en un 27% a la reducción de la demanda agregada, o sea que el sector público sigue siendo un generador de demanda. El problema fiscal deberá ser resuelto más allá de este muy corto plazo en que nos estamos moviendo.

La recuperación del ahorro agregado fue demasiado tímida y la tasa de desempleo se situó en el 9,5%. Igualmente, la generación de empleos resultó inferior en 125.000 puestos de trabajo a lo previsto por el plan de desarrollo (gráfico 9).

Gráfico 8

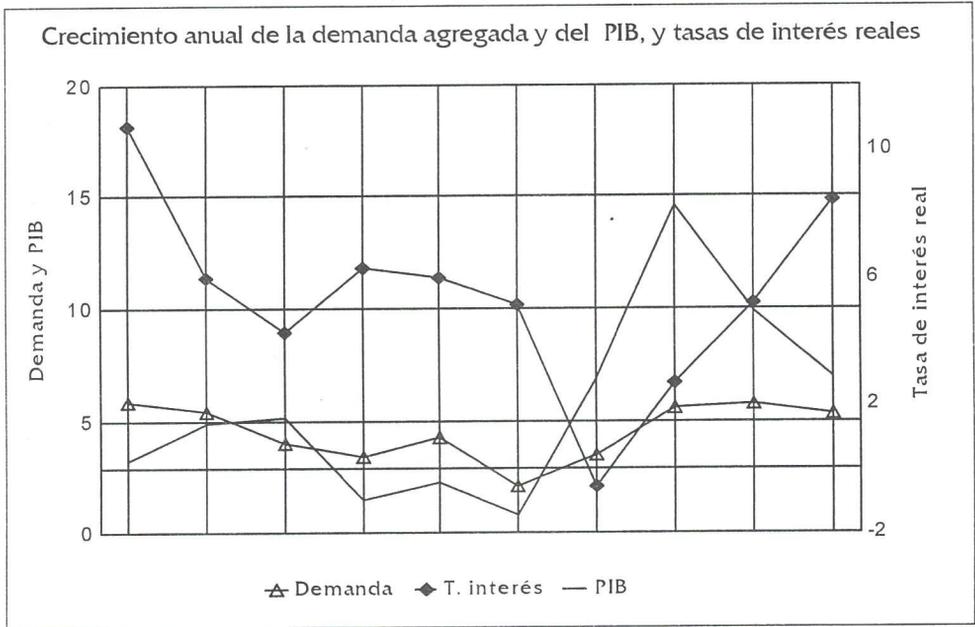
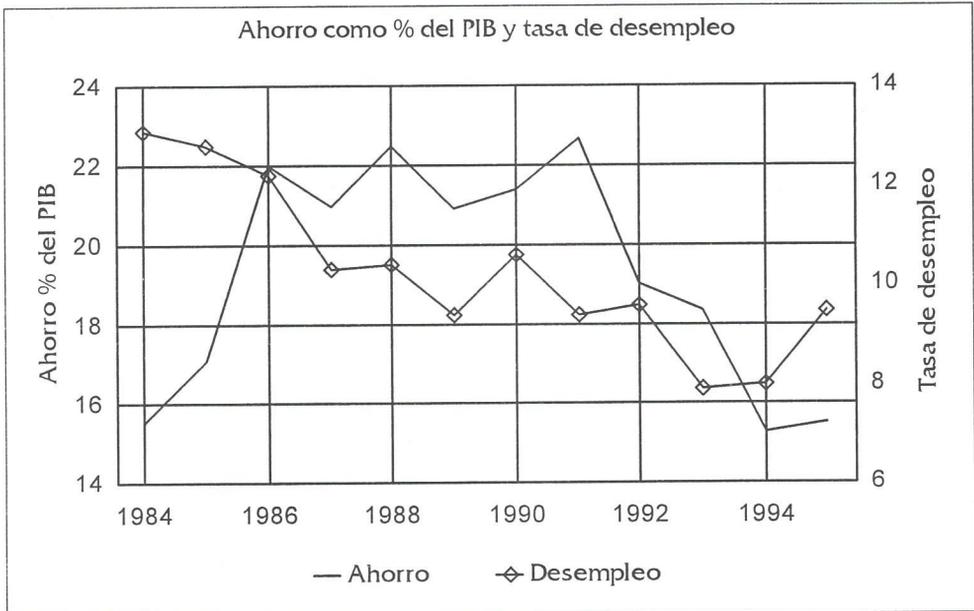


Gráfico 9



Perspectivas para 1996

Al finalizar 1996 el crecimiento del PIB será sustancialmente menor que el registrado en 1995. Las proyecciones de Fedesarrollo y del Banco de la República son del 3,8 y 4%, en su orden; sin embargo, esas proyecciones parecen demasiado optimistas: las elevadas tasas de interés continuarán debilitando la demanda agregada, habrá menor producción de café, más pobreza de ingresos para consumo, una posible reversión del ciclo agrícola que implica menor crecimiento económico y, naturalmente, la crisis política va a ser el caldo de cultivo fundamental. Ante estas circunstancias, el crecimiento del producto interno bruto podría ser inferior al 3%.

Hay que considerar, no obstante, que la mayor inversión en infraestructura favorecerá la demanda agregada; además, es necesario tener presente que el crecimiento económico de Colombia es el más estable de América Latina, por cuanto su desviación estándar está por debajo del 2%, cuando naciones como Bahamas tienen una montaña rusa en materia de crecimiento (cuadro 2).

Cuadro 2

| Producto interno bruto en América Latina, 1995 Desviación estándar del crecimiento | | | |
|---|---------------------|-----------|---------------------|
| País | Desviación Estándar | País | Desviación Estándar |
| Colombia | 1,96 | Uruguay | 4,81 |
| Guatemala | 3,17 | Argentina | 4,83 |
| Bolivia | 3,31 | Guyana | 5,23 |
| Honduras | 3,58 | Brasil | 5,43 |
| México | 3,77 | Perú | 6,16 |
| El Salvador | 4,34 | Chile | 6,34 |
| Paraguay | 4,46 | Ecuador | 6,66 |
| Venezuela | 4,65 | Bahamas | 9,58 |

BALANZA DE PAGOS EN 1995

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se amplió hasta llegar a representar el 5,1% del PIB en 1995. El saldo negativo en la cuenta corriente está asociado a un déficit en la balanza de servicios de \$4.000 millones, de los cuales \$2.900 millones se deben al resultado de la balanza de servicios (de éstos, el 80% corresponde a pago de intereses por concepto de la deuda externa).

Sin embargo, el país cuenta con fuentes sanas de financiamiento del déficit en cuenta corriente. Como se puede observar en el cuadro 3, durante 1996 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se financiará en un 90% mediante capitales de largo plazo. Este elemento, sumado a la expectativa de unos altos ingresos petroleros en el futuro, hacen la gran diferencia con la experiencia mexicana, en donde el déficit se financiaba con capitales de muy corto plazo.

Cuadro 3

| Fuentes de financiamiento del déficit en cuenta corriente, 1996 | | |
|---|---------|-------------------|
| Fuente | US\$ | Participación (%) |
| Capital de largo plazo | 3.828,2 | 90 |
| Inversión extranjera directa | 2.190,9 | 50 |
| Endeudamiento externo | 1.733,3 | 40 |
| Capital de corto plazo | 407,7 | 10 |
| Total | 4.235,9 | 100 |

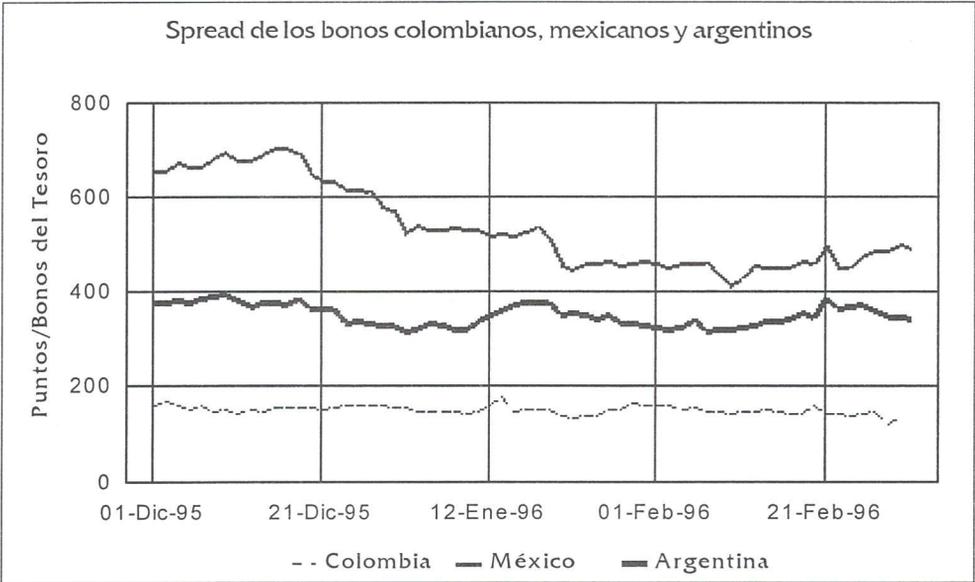
Durante 1995 la tasa de crecimiento anual de las exportaciones (22,5%) superó la de las importaciones (18,5%). Para 1996 el DNP prevé un crecimiento de las exportaciones del orden del 8,5%, es decir, catorce puntos por debajo de la tasa observada en 1995. Las exportaciones tradicionales van a caer por cuenta del café y se espera que las no tradicionales mantengan un buen desempeño, en tanto que las importaciones crecerán menos, pues lo harán al 12% por efecto de la disminución de la demanda y de la devaluación.

La cuenta corriente de la balanza de pagos arrojará un déficit probablemente superior al de 1995, de US\$4.500 millones, o sea, el 5,5% del PIB, lo que es todavía manejable. La inversión extranjera directa, asociada a los proyectos petroleros, y el mayor endeudamiento externo serán las principales fuentes de financiamiento del déficit.

Perspectivas para 1996

Existen diversas interpretaciones en torno al probable impacto de la descertificación sobre la calidad del financiamiento externo colombiano. Lo más probable es que se encarezca el financiamiento externo del gobierno, pero ello no implica que se pueda esperar un cierre total del crédito; por una parte, porque normalmente los banqueros son más inteligentes que los políticos, inclusive en el exterior, y por otra, porque los fundamentos de la economía colombiana no dan para pensar en un cierre del financiamiento; el margen de nuestros bonos sigue siendo mucho menor que el de países como México y Argentina (gráfico 10). El déficit en cuenta corriente es sostenible en el mediano plazo, y ese es un argumento sólido ante la banca internacional.

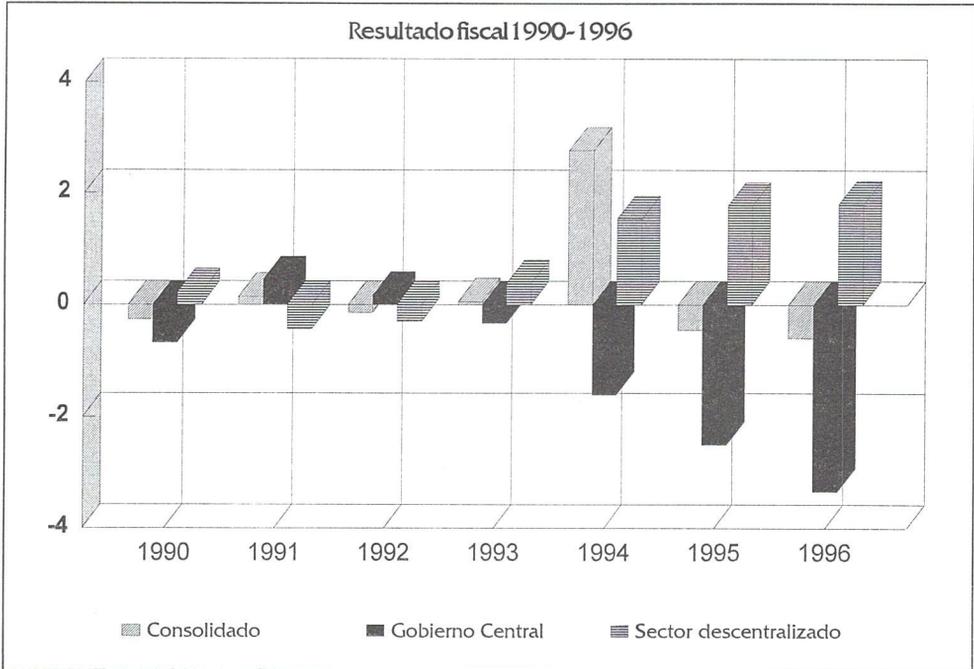
Gráfico 10



ESCENARIO FISCAL EN 1995

El déficit consolidado resulta de un gran déficit del gobierno central que no alcanza a ser compensado por el superávit del sector descentralizado (gráfico 11).

Gráfico 11



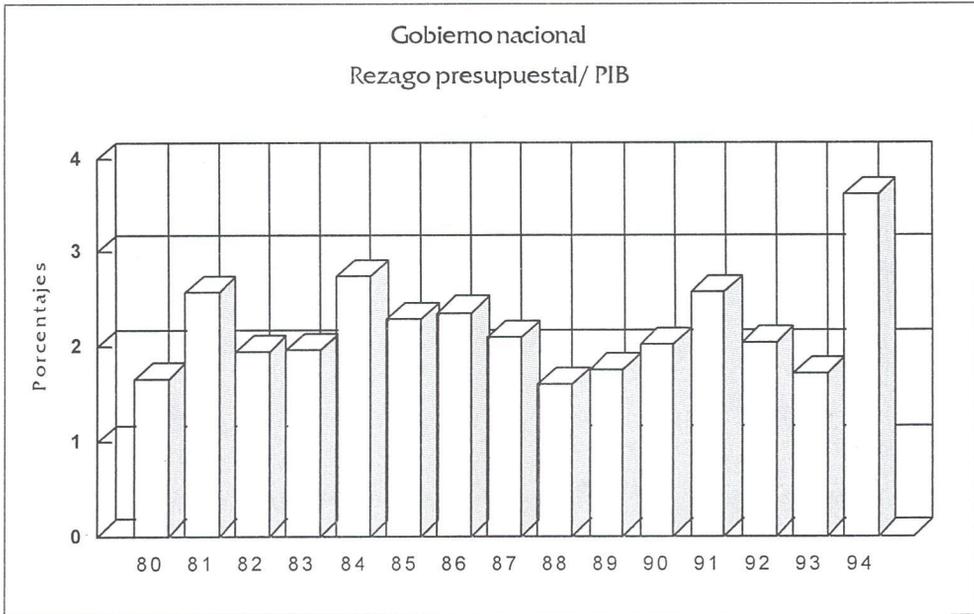
La Constitución generó problemas de presiones de gasto, que requieren una organización estatal capaz de recaudar y utilizar eficientemente los recursos; esto no ha ocurrido en la práctica. Entidades como la Asobancaria tendrán que seguir insistiendo desde el ángulo de la crítica pública para que se mejore la calidad de la administración pública, incluyendo la administración fiscal.

Lo grave, desde el punto de vista político, es que las reformas tributarias no han sido la solución a los problemas de fondo. La última reforma de esta clase no resolvió ninguno de los problemas del manejo fiscal colombiano debido, muy probablemente, a la debilidad política del gobierno; sin embargo, las reformas tributarias de 1990 y 1992 tampoco solucionaron nada.

La reforma de 1995, lamentablemente, validará mayores niveles de gasto a través de rentas de destinación específica y va a elevar el nivel estructural del gasto colombiano. La existencia de un rezago presupuestal entre el 1,7 y 3,4% del PIB en los últimos cuatro años induce a pensar que el problema no

es la falta de ingresos. Ese enorme rezago, producto de partidas que están pendientes de gasto, es otro de los elementos del manejo irresponsable del asunto fiscal por parte del gobierno y del Congreso (gráfico 12).

Gráfico 12



Perspectivas para 1996

El panorama de 1996 se ve más difícil que en 1995. Existirán menores ingresos corrientes; los compromisos gubernamentales con la meta de la inflación tendrán que cumplirse y será difícil obtener los ingresos por \$800.000 millones que se esperan del programa de privatizaciones.

Además de la tradicional mediocridad de la administración en estos aspectos, y de la debilidad del gobierno, que genera problemas para manejar el tema de las transferencias intergubernamentales, no se puede olvidar el problema internacional de la descertificación; ésta dificulta las decisiones de inversión y de asunción de riesgos en el corto plazo.

El aumento de las tarifas impositivas estimulará la evasión de los sectores no controlados, y las tasas de interés y la mayor devaluación aumentarán el

servicio de la deuda pública. Es necesario replantear el programa de gastos en infraestructura vial, pues la administración no puede caer en la tentación de utilizar el presupuesto público para superar sus problemas de gobernabilidad. Nuestros recursos no pueden ser utilizados para sostener en el gobierno a un presidente, ya sea que justa o injustamente se le quiera derribar de su cargo.

Los errores de manejo fiscal podrían agravar problemas estructurales aún no resueltos. El país no tiene viabilidad fiscal en el futuro, y para eso se requerirían una gran reforma y una revolución fiscal. Los tesoreros del sector financiero tienen que prestar mucha atención para ver cómo se resuelve ese problema.

Lo preocupante es que en el corto plazo se podría presentar una recomposición del gasto público para favorecer ciertas prioridades populistas, pero en el conjunto, durante este año, no va a darse un desborde de gasto público por cuenta de la crisis política, sino más bien una reorientación hacia ciertas cosas de menor prioridad frente al plan de desarrollo.

SECTOR FINANCIERO

El entorno económico en que se desempeña el sistema financiero es uno de restricción monetaria, altas tasas de interés y reducción del ritmo de crecimiento de la demanda de crédito.

En el entorno normativo se destacan las circulares 57, 1980, 2410, y la Resolución 200; en opinión de la Asobancaria, estas normas resultan necesarias ante los desafíos de la modernización del sistema financiero. Sin embargo, a veces se quiere caminar demasiado rápido en esos aspectos: la Resolución 200 se ha introducido a la fuerza y el tema del *gap* también.

La Asobancaria no se opone a la modernización, pero quiere que la prudencia impere en la entrada de ese nuevo mundo al país.

El PIB del sector financiero creció el 8,8% en 1995 frente al 20% de 1994, cifra que muestra que este es un sector muy dinámico pese a la disminución frente

al año pasado. Los activos crecieron 31%, los pasivos 30% y el patrimonio 37%, pero las utilidades sólo lo hicieron en 2,7%. El sistema financiero se fue al suelo en términos de rentabilidad patrimonial. La cartera creció 36,3%, frente al 50% del año anterior, y para 1996 se espera un incremento menor. Por ejemplo, la cartera vencida creció 51,8% con relación a 1994 y el índice de calidad pasó de 4,9 a 5,4%; así mismo, se desaceleró el consumo de tarjetas de crédito en 31%, frente al 51% de 1994, y las provisiones crecieron 88% frente a las observadas en 1994. Por cada peso vencido hay provisiones de 33,6 centavos, frente a 27,2 en el año pasado.

En el sector financiero hubo una recomposición de los pasivos con el público en favor de los CDT y en detrimento de las cuentas corrientes, pues mientras éstas crecieron 14% los CDT lo hicieron en 28%. Así mismo, las utilidades fueron de \$659.000 millones, y como resultado de la Resolución 200 el año pasado se aumentaron las utilidades contables del sistema. Es muy difícil calcular su impacto sobre las utilidades, pero se sabe que este aumento es grande y, por tanto, también el de la tributación en el sistema.

Perspectivas para 1996

En 1996 la actividad financiera estará signada por un menor crecimiento del balance agregado del sistema y un deterioro en la demanda de crédito, en las captaciones y en la recuperación de cartera. Habrá un aumento de la cartera vencida y de los procesos de concordatos, mientras que las tasas de crecimiento del consumo seguirán deteriorándose.

Si se mantienen las altas tasas de interés o éstas aumentan, los resultados van a ser aún más malos para el sistema financiero, en tanto que este sistema continuará haciendo grandes gastos en materia de modernización.

El escenario que se tiene al frente es de un tira y afloje entre el gobierno y las autoridades monetarias en el corto plazo en materia económica. Como resultado de esto, las tasas de interés se mantendrán altas, perjudicando especialmente al sector privado, incluyendo el financiero, por lo que no sería de extrañar una recesión prolongada de la economía colombiana.

Lo que pasa hoy es el resultado de hechos anteriores, no de la crisis política, pues ésta se va a reflejar el próximo año en una debilidad ulterior de la economía nacional. Las autoridades económicas, especialmente las monetarias y el ministro de Hacienda, tienen mucho que pensar en esta materia porque no cuentan con muchas alternativas. En el corto plazo se debería aguardar una mayor flexibilización del crédito externo al sector privado.

Finalmente, no hay que esperar un aumento de la liquidez. La autoridad monetaria le tiene mucho miedo a la liquidez del sistema financiero porque percibe que, o se la lleva el gobierno para endeudarse mucho más rápido, o el mercado cambiario está especulando contra el peso; eso se va a imponer en los próximos meses. Cualquiera que sea el desarrollo de la crisis política, la autoridad monetaria deberá tratar de mantener ilíquido al sistema financiero, frenado, para que el dinero no se vaya a donde no corresponde, porque se puede pensar que es mejor la recesión económica y no el desorden inflacionario o cambiario de corto plazo.

EL MERCADO BURSÁTIL Y LA GESTIÓN DE TESORERÍA

Carlos Caballero Argáez
Presidente de la Bolsa de Bogotá

WINSET Y EL MERCADO BURSÁTIL

La Bolsa de Bogotá y sus comisionistas han estado preocupados desde hace muchos años por la competencia del así llamado mercado extrabursátil, dada la gran dependencia del mercado público de valores en la renta fija ante la virtual desaparición del mercado de acciones que tuvo lugar en los últimos 20 años; sin embargo, existe un gran desconocimiento sobre la magnitud de este mercado. En un seminario promovido por la Superintendencia de Valores el pasado mes de noviembre se estimó que el mercado bursátil podría representar entre un 10 y un 40% del mercado total, lo cual da una idea del gran tamaño del mercado no bursátil. Y una encuesta limitada que realiza la Bolsa de Bogotá, parece confirmar que este mercado es «varias veces superior» al bursátil. Por otra parte, se sabe que la mayoría de las operaciones se perfeccionan a través del teléfono y con gran agilidad en lo que se refiere a la compensación financiera –Sebra– y a la compensación física, que se efectúa directamente entre las partes, sin pasar por ninguna cámara en particular.

Ahora bien, un mercado de semejante tamaño es más profundo que el bursátil, mientras que este último, siendo menos profundo (el promedio de transacciones diarias en el mercado de renta fija en la Bolsa de Bogotá en lo corrido del presente año ha sido equivalente a US\$90 millones), se sustenta

en los principios de un mercado público en términos de regulación e información. No obstante, la formación de precios a través del SET no era del todo satisfactoria y, además, los sondeos realizados entre tesoreros de los sectores financiero y real mostraron carencias importantes en el mercado bursátil en términos de valor agregado ofrecido a la clientela, liquidez, agilidad operativa e información.

Por lo anterior, la Bolsa de Bogotá se propuso desde hace más de un año cambiar su sistema electrónico de transacciones, de tal manera que se pudiera garantizar a los agentes del mercado una formación más transparente de precios, el suministro de información en tiempo real y la capacidad de añadir valor en la relación entre los comisionistas y su clientela. Con esto se piensa contribuir a la profundización del mercado y, a su vez, colocar el mercado bursátil en mejor posición competitiva frente a las redes no bursátiles.

En el Consejo Directivo de la Bolsa se decidió adquirir, en mayo del año pasado, la aplicación transaccional utilizada por la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile, tanto para renta fija como para renta variable, aplicación que, además, se ha refinado y ajustado para adaptarla de la mejor manera posible a las condiciones del mercado colombiano, si bien a principios de 1994 había sido puesta en funcionamiento por la Bolsa de Occidente. El trabajo de ajustes en la aplicación concluyó hace pocos días, después de un intenso proceso de consulta interna. A continuación se destacan las bondades primordiales de la aplicación y de los equipos de computación:

1. El nuevo sistema cuenta con dos metodologías alternativas de negociación: la denominada remate «serializado» o continuo, y la de remate «concurrente». En la primera el mercado atiende operación por operación en la medida en que éstas van apareciendo, es decir, en forma continua, de tal manera que cada título se evacúa independientemente. En la segunda los remates se suceden en baches de tiempo homogéneos para todo el mercado, tal como sucede hoy en día en el SET. Desde un punto de vista conceptual, hay buenos argumentos para decidirse por una u otra metodología. De hecho, en la actualidad las bolsas de Medellín y de Occidente operan con base en el remate continuo y la de Bogotá lo hace

con base en el concurrente. La experiencia enseña, sin embargo, que en un mercado muy activo el remate concurrente es más eficiente que el continuo por proveer más oportunidades a los agentes. Al mismo tiempo, con una perspectiva comercial, el remate serializado o continuo ofrece un atractivo mayor para la clientela por la velocidad en la evacuación de las órdenes; por esta razón la Bolsa de Bogotá decidió ofrecer a los agentes en el mercado ambas formas de negociación, utilizando el concurrente para las horas de tráfico alto y el serializado para el resto del día. Independientemente de la metodología, el nuevo sistema da lugar a una ganancia en agilidad para los clientes puesto que las papeletas de bolsa se producirán tan pronto los agentes complementen su operación en la periferia del sistema.

2. Se solicitó a la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile diseñar un sistema de «priorización» de ofertas disponibles en el mercado, lo cual implica que las mismas serán evacuadas según se vaya encontrando el «mejor precio de ejecución». No podrá satisfacerse una oferta a determinado precio si en la pantalla aparece una a mejor precio. En otras palabras, la metodología de la aplicación implica que en el caso de la transacción de títulos de características similares (en términos de monto, plazo y riesgo del emisor), los de mayor rentabilidad van evacuándose primero, y solamente una vez que se transen las mejores ofertas de venta, pueden ir transándose las restantes. Esta condición, aparentemente evidente, constituye una garantía fundamental para compradores y vendedores. Los primeros obtendrán lo mejor entre lo disponible en el mercado; los segundos tendrán la seguridad de que serán tratados de manera equitativa al ser medidos exclusivamente en función de la bondad financiera del negocio que ofrecen. Así, las transacciones no estarán sujetas a los deseos de tal o cual agente del mercado, pues se convierten en elemento básico de la aplicación. El algoritmo, además, no permitirá que un agente que hubiera inscrito un título a una rentabilidad determinada lo remate a otra distinta, salvo que se dé una puja, lo cual elimina la posibilidad de manipulación y constituye prenda de garantía para los clientes de que el precio que obtendrán es el mejor del mercado. Como quiera que es previsible –y deseable– que, con el paso del tiempo,

los títulos valores de renta fija sean más homogéneos, esta virtud del Winset será más apreciada y redundará, no sobra repetirlo, en una mejor formación de precios. Valga el comentario de que en el caso del mercado accionario, en el cual los títulos son ya homogéneos, el nuevo sistema asegurará invariablemente la mejor ejecución.

3. El sistema cuenta con un instrumento, llamado «valorizador», que permite calcular el precio de un título en diferentes escenarios de tasa de interés. Esta valorización es efectuada considerando un año de 365 días lo cual, si se tiene en cuenta lo estipulado en la Resolución 200, facilita la actividad de los inversionistas institucionales en el mercado, puesto que no tendrán que convertir rentabilidades con base en 360 días a 365 días para registrar contablemente sus inversiones. Se facilita así el trabajo de los clientes y se pone el mercado de acuerdo con las leyes de la astronomía, haciendo más veraz y confiable la información.
4. Igualmente el sistema permite el cálculo en línea de diversos indicadores de rentabilidad, no sólo del IRBB, sino de aquellos que los clientes requieran. Es posible, por ejemplo, obtener un indicador de las rentabilidades de negociación de tal o cual papel, entre tales y cuales horas, en función de las necesidades de información de un cliente, antes de transar. Este cálculo incorpora las operaciones que se efectúan en tiempo real y se realiza a partir de las rentabilidades de registro, teniendo en cuenta todo lo que haya hecho o esté haciendo el mercado.
5. El sistema cuenta con la posibilidad de ofrecer a los clientes de las sociedades comisionistas un «menú» muy completo de consulta de información. No sólo se encuentra la información histórica sobre precios y cantidades transadas por especie, entre otros indicadores, sino también aquella en tiempo real sobre ofertas, demandas y pujas. De esta manera se facilitará extraordinariamente la toma de decisiones de inversión por parte de los agentes del mercado. Estas pantallas van a ser comercializadas por la Bolsa de Bogotá y harán posible el acceso directo de los clientes a la información.
6. La plataforma computacional va a permitir que la Bolsa de Bogotá amplíe la cobertura del mercado en razón del mayor número de pantallas que

pueden conectarse al sistema, cuyo computador central –un «Tándem» último modelo– está conformado por gabinetes modulares, de tal manera que en la medida en la cual el tráfico aumenta, a causa del crecimiento del mercado, puede ampliarse su capacidad de procesamiento. Esta última es, pues, adecuada para atender el mercado actual y las previsibles expansiones futuras, casi de manera indefinida. La arquitectura «cliente-servidor» del sistema permite aprovechar eficientemente la memoria periférica, es decir, aquella instalada en los terminales de transacción, lo cual supone una reducción sustancial de la carga del computador central que puede, entonces, operar con velocidades de respuesta mucho mayores.

7. Por último, debe subrayarse el mecanismo de las «ventanas» del sistema, lo que hace la operación más «amigable» para el usuario y más apropiada para las exigencias de un sistema transaccional. Es posible, para un agente que opera en el mercado, llevar a cabo una operación específica –efectuar una postura, por ejemplo–, sin dejar por ello de observar la evolución general del mercado. Las ventanas dan a los operadores una enorme versatilidad para atender en mejor forma las necesidades de la clientela.

Alguien decía que la única manera de remplazar una bolsa de valores era creando otra bolsa de valores. Es lo que se está haciendo en la Bolsa de Bogotá con un enorme esfuerzo humano, financiero y tecnológico, con el fin de ofrecer al mercado la excelencia en el servicio. Como se ha discutido en la Misión de Estudio del Mercado de Capitales, las bolsas son una necesidad para el desarrollo económico y complementan la actividad del sistema financiero. Por eso se considera que con el nuevo sistema electrónico de transacciones la Bolsa de Bogotá cumplirá su función complementadora desde la próxima semana en condiciones mucho más transparentes de formación de los precios, y además se corregirán las sociedades comisionistas, es decir, ofreciendo lo que inversionistas y agentes económicos esperan de un verdadero «mercado público de valores».

DESARROLLO DEL MERCADO
DE FUTUROS EN COLOMBIA

Mecanismos para optimizarlo

Antonio Velandia*
Alejandro C. Revéiz Hérault**
* *Director de Reservas Internacionales del Banco de la República*
** *Funcionario de la Unidad de Reservas Internacionales del Banco de la República*

INTRODUCCIÓN

Con la abolición del sistema de minidevaluaciones *-crawling peg-* en el nuevo régimen cambiario, y en el marco de la apertura económica impulsada por el gobierno anterior, los agentes económicos en Colombia parecen más preocupados por el tema del riesgo asociado al comercio y a la actividad financiera que se sale del ámbito de la moneda doméstica.

Es en este ambiente de mayor libertad cambiaria que surge la necesidad de encontrar instrumentos para reducir o transferir el riesgo de tasa de cambio, de modo que los agentes puedan dedicarse a la producción de bienes o servicios, lo que constituye su actividad principal, despreocupándose del impacto que pueda tener la fluctuación en el precio de la divisa.

En Colombia el banco central, consciente de la necesidad de proveer cobertura cambiaria, autorizó las operaciones *forward* peso-divisa en la Resolución Externa 36 de 1992, ampliada luego en el capítulo VII de la Resolución 21 de 1993. Ante la carencia de instrumentos alternativos como son los productos que se transan en las bolsas de futuros y opciones, los *forward* tienen una gran relevancia, y el desarrollo de este mercado se asocia con el crecimiento y la apertura de la economía, como lo demuestra lo ocurrido en otros países.

En estas notas se quiere aprovechar el tercer año de vida del mercado *forward* para publicar por primera vez estadísticas acumuladas recolectadas por el Banco de la República y, a la vez, hacer un análisis breve de los datos.

Para propósitos de presentación se ha dividido el trabajo en tres secciones, aparte de esta introducción. En la primera se muestran los datos sobre el volumen y número de transacciones de *forward* por trimestres, y se hace un análisis de estacionalidad. En la segunda sección se examinan los posibles determinantes de la actividad en el mercado *forward*; en particular, se examina el nivel de la tasa de cambio *spot* y su volatilidad. En la tercera sección se propone un modelo que pretende explicar la formación de precios en el mercado *forward*. Finalmente, se presentan las conclusiones.

DATOS Y ESTACIONALIDAD DEL MERCADO FORWARD¹

En la descripción del mercado *forward* en Colombia es útil agrupar los participantes en dos categorías: el sector interbancario y el sector real. Esta distinción puede hacerse, ya que de acuerdo con las normas expedidas por la junta directiva del Banco de la República, el sector real debe negociar a través de los intermediarios del mercado cambiario.

Como se observará más adelante, la participación del sector real en el mercado *forward* es un indicador de la evaluación del riesgo cambiario por parte del sector privado y de la utilización de instrumentos de protección frente al mismo.

En esta sección se realiza un seguimiento a los montos transados en el mercado *forward* en el país, entre marzo de 1993 y diciembre de 1995, por el sector interbancario y el sector real.

El análisis de los datos permite concluir que el mercado *forward* tuvo un crecimiento acelerado durante sus primeros dos años de vida. En 1994 el monto transado por el sector real superó ligeramente el del interbancario; sin

1. Datos provisionales. Fuente: Unidad de Operaciones de Mercado, Banco de la República.

embargo, en 1995 se presenta un estancamiento pronunciado, reflejado en un crecimiento en el monto transado de apenas 1%.

Por otra parte, la comparación de los montos transados en el mercado de contado y el *forward* muestra que los dos responden a factores distintos: el primero está más orientado al motivo transacción y el segundo responde más a factores especulativos. Así mismo, el estudio de estacionalidad muestra que no existe una correspondencia entre el comportamiento del mercado de contado y *forward*. Finalmente, los montos transados por compradores y vendedores del sector real no siguen patrones estacionales similares, como sí ocurre entre el sector interbancario y el sector real en el mercado *forward*.

Descripción y evolución del mercado forward en Colombia

A nivel agregado se aprecia que el mercado *forward* despegó en 1994, año en que registró un crecimiento de 79%. Sin embargo, en 1995 el crecimiento fue apenas de 1%, resultado de un incremento en el sector interbancario de 27%, conjugado con una caída del monto transado por el sector real de 23%. En el cuadro 1 se muestran los montos transados anuales y su crecimiento para el total del mercado, el sector financiero y el sector real. Los datos de este último se desagregan en compras y ventas.

Cuadro 1

| Mercado forward peso-dólar (monto transado y crecimiento) | | | | |
|---|------|----------|----------|-------|
| US\$millones | 1993 | 1994 | 1995 | Total |
| Monto transado | 258 | 460,0 | 466 | 1.184 |
| Sector interbancario | 196 | 225,5 | 286 | 707 |
| Sector real | 62 | 234,5 | 181 | 477 |
| Ventas | 19 | 98,0 | 88 | 204 |
| Compras | 43 | 137,0 | 93 | 273 |
| Crecimiento | 1993 | 1994 (%) | 1995 (%) | |
| Monto transado | - | 79 | 1 | |
| Sector interbancario | - | 15 | 27 | |
| Sector real | - | 281 | -23 | |
| Ventas | - | 420 | -10 | |
| Compras | - | 219 | -32 | |

En 1994 la participación de ambos sectores era similar, pero en 1993 y 1995 el sector interbancario predominó. Aunque en 1995 hubo mayor volatilidad al final del año, la mayor participación del sector real en 1994 se explica por una concentración en el primer trimestre, por la mayor actividad de las multinacionales y por un aumento en la volatilidad en el primer semestre del año.

En el cuadro 2 se presentan las mismas series en forma trimestral, desde marzo de 1993 hasta diciembre de 1995.

Cuadro 2

| Montos transados mercado forward 1993-1995 (US\$millones) | | | | | |
|---|----------------------|-------------|------------|------------|---------------|
| Trimestre | Sector interbancario | Sector real | | | Total general |
| | | Ventas | Compras | Total | |
| T1/1993 | 6 | - | 15 | 15 | 21 |
| T2/1993 | 34 | 3 | 4 | 7 | 41 |
| T3/1993 | 82 | 13 | 13 | 25 | 108 |
| T4/1993 | 73 | 3 | 12 | 15 | 88 |
| 1993 | 196 | 19 | 43 | 62 | 257 |
| T1/1994 | 54 | 33 | 70 | 103 | 157 |
| T2/1994 | 65 | 22 | 32 | 54 | 119 |
| T3/1994 | 73 | 34 | 31 | 64 | 137 |
| T4/1994 | 33 | 9 | 4 | 13 | 46 |
| 1994 | 225 | 98 | 137 | 234 | 460 |
| T1/1995 | 55 | 16 | 31 | 46 | 101 |
| T2/1995 | 39 | 26 | 15 | 41 | 80 |
| T3/1995 | 101 | 36 | 31 | 67 | 168 |
| T4/1995 | 90 | 10 | 17 | 27 | 117 |
| 1995 | 285 | 88 | 93 | 181 | 466 |
| Total | 707 | 204 | 273 | 477 | 1.184 |

Mercado forward y mercado spot

Entre el tercer trimestre de 1993 y el de 1994, el monto transado en el mercado *forward* fue en promedio 5,24% del monto transado en el mercado de contado, mientras que entre el cuarto trimestre de 1994 y el de 1995 este monto fue de 1,3%. De los datos utilizados se puede concluir que el tercer

trimestre del año es el de mayor actividad y el segundo, el menos transado en el mercado *forward*, excepto en 1994, cuando se presentó una revaluación y la tasa atacó la banda del Banco de la República. El cuarto trimestre presenta una buena actividad.

Cuadro 3

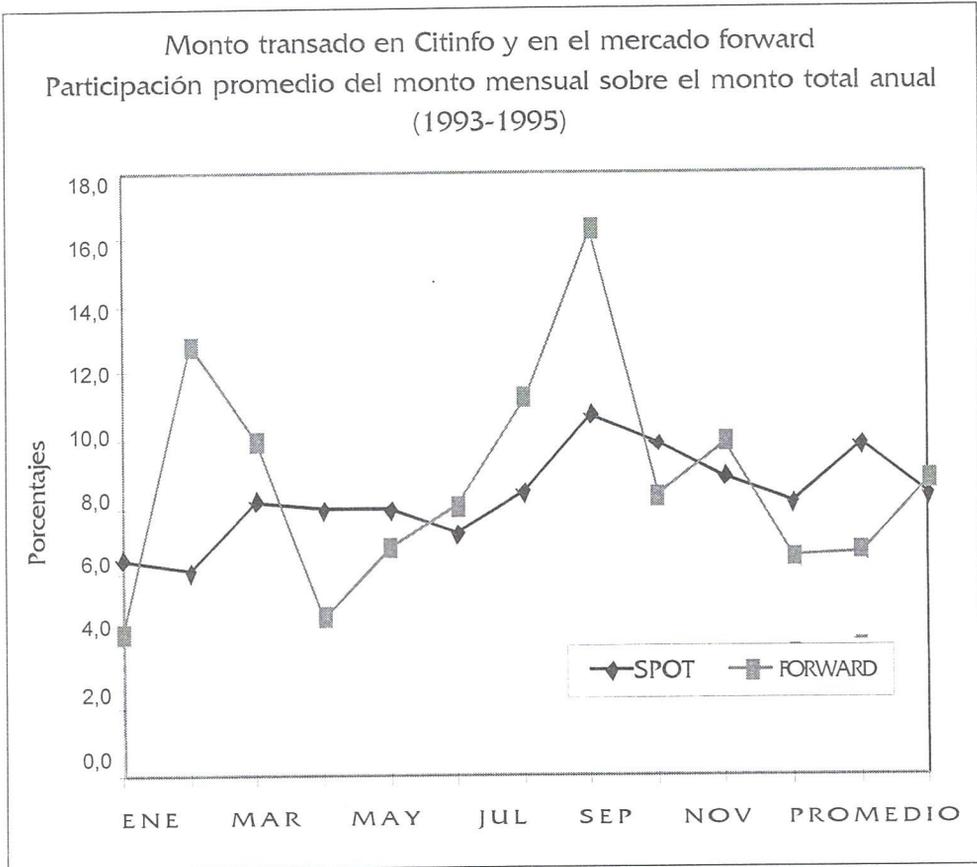
| Montos transados mercado forward y spot 1993-1995 | | | | | | |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| US\$ millones | 1993 | | 1994 | | 1995 | |
| MES | Mdo. spot | Mdo. forward | Mdo. spot | Mdo. forward | Mdo. spot | Mdo. forward |
| Enero | - | - | 756 | 17 | 1.990 | 22 |
| Febrero | - | - | 736 | 79 | 1.766 | 39 |
| Marzo | 632 | 21 | 836 | 61 | 2.341 | 40 |
| Abril | 599 | 4 | 961 | 35 | 1.971 | 24 |
| Mayo | 648 | 11 | 781 | 35 | 2.194 | 40 |
| Junio | 544 | 26 | 752 | 49 | 2.090 | 17 |
| Julio | 692 | 35 | 859 | 55 | 2.272 | 38 |
| Agosto | 725 | 55 | 1.052 | 63 | 3.605 | 64 |
| Sept. | 634 | 18 | 1.314 | 19 | 2.621 | 66 |
| Octubre | 644 | 42 | 1.014 | 23 | 2.483 | 39 |
| Nov. | 520 | 23 | 1.091 | 11 | 2.121 | 38 |
| Dic. | 566 | 22 | 1.543 | 12 | 2.325 | 40 |
| Total | 6.202 | 258 | 11.693 | 460 | 27.778 | 466 |

En el gráfico 1 se muestra la participación del monto mensual sobre el monto total del año, para las operaciones de contado realizadas en Citinfo y en el mercado *forward* entre 1993 y 1995.

El mercado *forward* presenta una gran volatilidad en los montos mensuales transados al ser comparado con el mercado *spot*, y excepto en el mes de agosto, no se observa una correspondencia clara entre la variación de los montos transados en ambos mercados. Esto nos lleva a pensar que la demanda y la oferta por dólares en el mercado de contado está más orientada al motivo transacción, mientras que la del mercado *forward* está menos dirigida a cumplir compromisos y es más especulativa. En este sentido, el mercado *forward* se encuentra más ligado a la volatilidad. El análisis de estacionalidad realizado a continuación confirma que no existe corres-

pondencia entre el comportamiento de estos mercados, lo cual apoyaría la hipótesis presentada anteriormente de que ambos responden a factores distintos.

Gráfico 1



Estudio de estacionalidad

En esta sección se pretende determinar si el comportamiento de los montos transados en los mercados *spot* y *forward* registra patrones estacionales similares. Adicionalmente, se analiza la estacionalidad de los montos transados en el mercado *forward*, desagregados por sectores.

Las características estacionales del mercado *forward* se resumen en el cuadro 4:

Cuadro 4

| Resumen estacionalidad mercados spot y forward | | | | | |
|--|------------------------|--------------|-----------------------|-------------------|-------------------------|
| Mes | Mdo. Spot ² | Mdo. Forward | Merc. Forw. Sec. real | Compras Sec. real | Ventas Forw. Sec. real. |
| Enero | | Muy bajo | Bajo | | Bajo |
| Febrero | Bajo | Alto | Alto | Alto | |
| Marzo | Medio | Alto | Alto | Alto | Alto |
| Abril | | Muy bajo | | Bajo | |
| Mayo | | Bajo | | | |
| Junio | | | | | |
| Julio | Medio | Alto | | Alto | |
| Agosto | Alto | Alto | Alto | | Alto |
| Septiembre | Alto | | | | Alto |
| Octubre | | | Bajo | | |
| Noviembre | Medio | Bajo | | | |
| Diciembre | Alto | Bajo | Bajo | Bajo | Bajo |

Del análisis del cuadro anterior, puede descartarse la hipótesis de que la estacionalidad del mercado *forward* es un reflejo de la actividad en el mercado de contado. Por otra parte, en el mercado *forward*, excluidos los meses de marzo y diciembre, no existe correspondencia entre los montos transados por los compradores y los vendedores del sector real. Finalmente, como era de esperarse, el sector interbancario y el sector real tienen comportamientos estacionales similares en este mercado.

DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD EN EL MERCADO FORWARD

En esta sección se analizan algunos de los posibles determinantes de la actividad del mercado *forward* en Colombia. En primer lugar, se considera la intervención del Banco de la República, factor que se presenta usualmente cuando hay fluctuaciones grandes en la tasa de cambio peso-dólar, lo cual

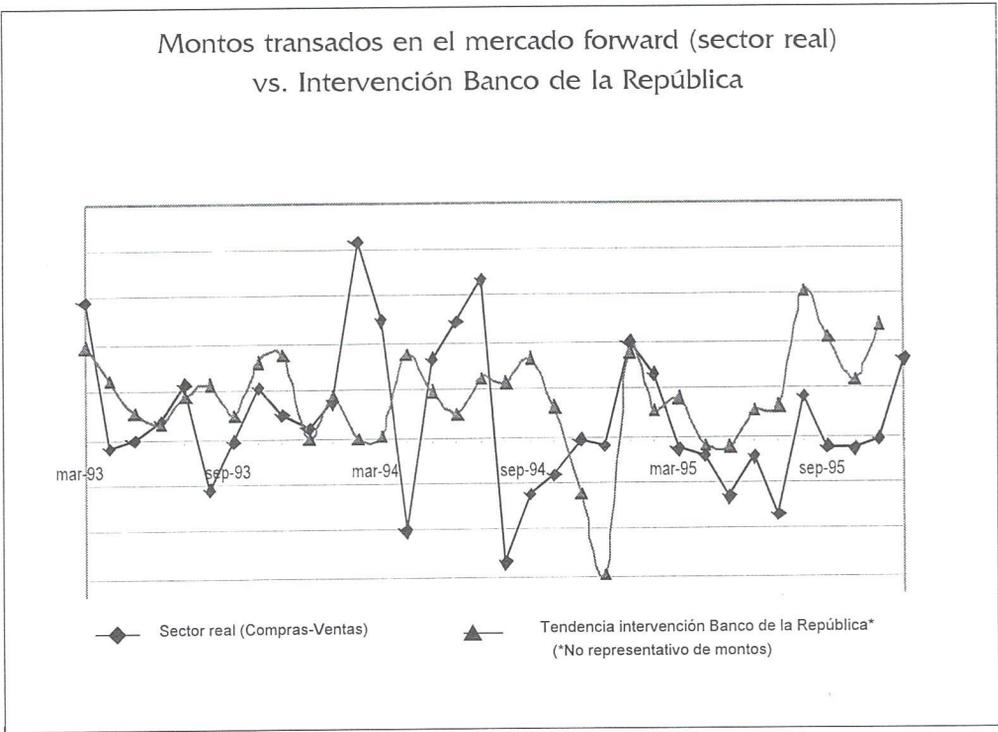
2. Adriana Pontón Castro, «Estacionalidad en el mercado cambiario», Unidad de Operaciones de Mercado, Banco de la República, enero 9 de 1996.

llevaría a los agentes a buscar cobertura cambiaria. En segundo lugar se analiza la interrelación con las tendencias de la tasa de cambio de contado. Finalmente, se estudia la relación entre la volatilidad de la tasa de cambio peso-dólar y el mercado *forward*, siendo este el vehículo más importante de gestión de riesgo disponible en el mercado.

Intervención del Banco de la República

En el gráfico 2 se muestra la relación entre la participación del sector real en el mercado *forward* y la intervención del Banco de la República.

Gráfico 2



Durante los meses de enero y septiembre, estacionalmente hay venta de dólares del Banco de la República; sin embargo, mientras en enero el sector real es un comprador neto de *forwards*, en septiembre es un vendedor neto.

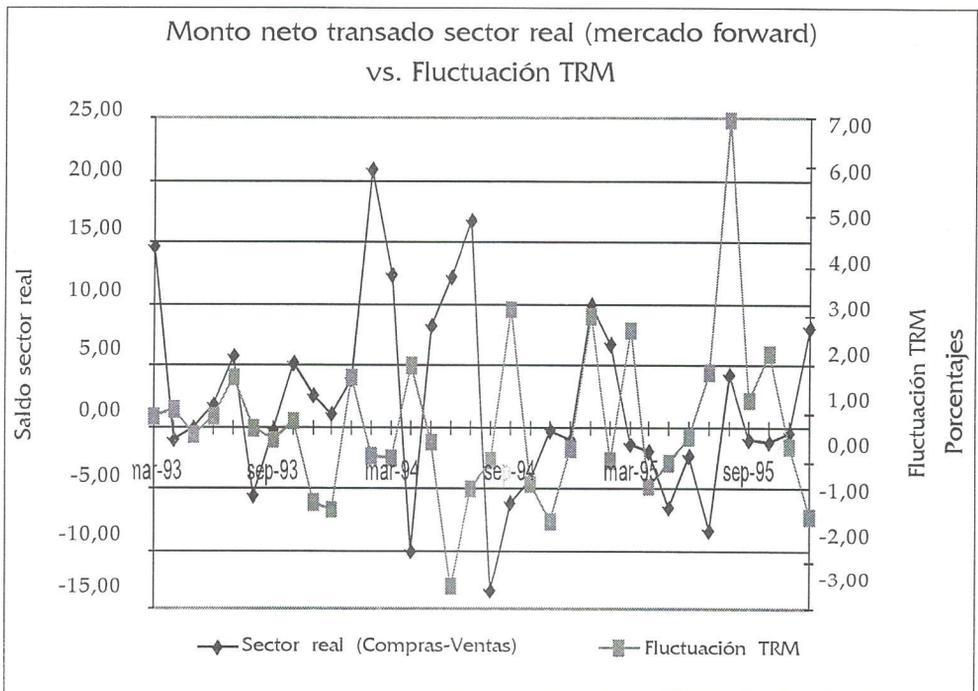
Sólo la mitad de los meses en que el banco es un vendedor neto en el mercado, el sector real es un comprador neto en el mismo mes. De los seis meses de la muestra en que el banco es un comprador neto, en cuatro el sector real es un vendedor neto el mismo mes y en tres durante el mes siguiente.

Del gráfico 2 y de las estadísticas anteriores se deduce que la intervención del Banco de la República no constituye un determinante de la actividad del sector real en el mercado *forward*.

Variación de la TRM

Durante los meses de enero y septiembre, estacionalmente el peso pierde valor, lo cual es congruente con la intervención del Banco de la República analizada en el numeral anterior; sin embargo, en el primer mes el sector real es un comprador neto de *forwards*, mientras que en el segundo es un vendedor neto.

Gráfico 3



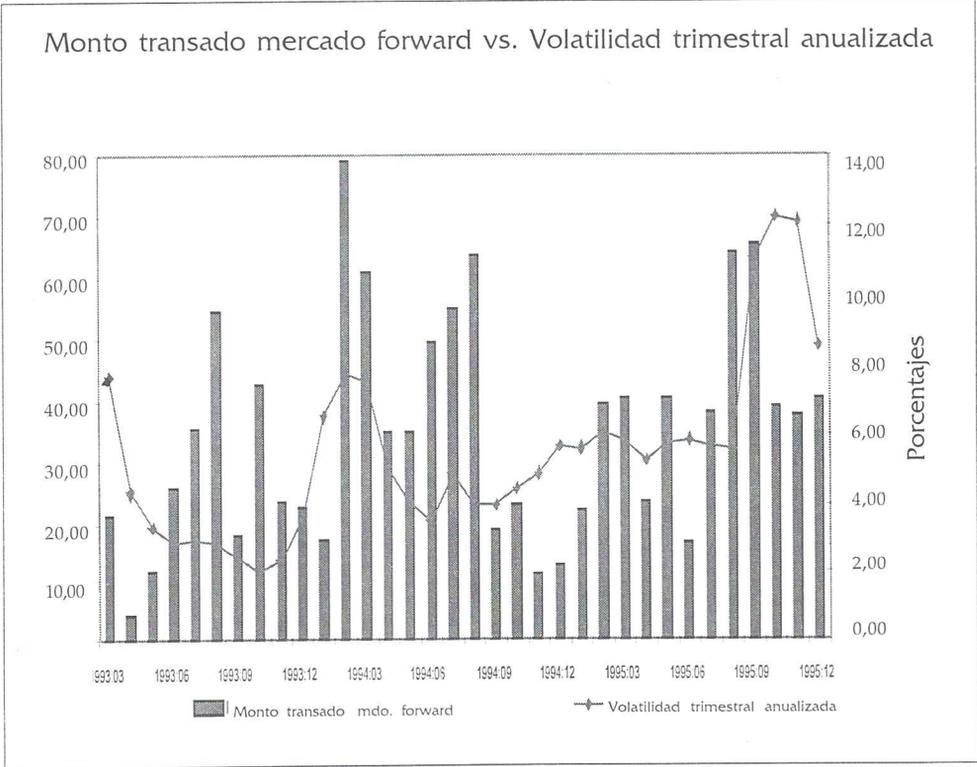
De los meses de devaluación de la muestra, sólo en el 42% de los casos se presentan compras *forward* netas por parte del sector real durante el mismo mes y en el 46% en el mes inmediatamente posterior. De los ocho meses de revaluación de la muestra, sólo en tres se presentaron ventas netas el mismo mes, y en cuatro ocasiones en el mes inmediatamente posterior.

Como en el caso anterior, no parece existir una relación entre las fluctuaciones de la tasa de cambio y la actividad en el mercado *forward* del sector real.

Volatilidad de la TRM

En el gráfico 4 se muestra el monto transado en el mercado *forward* y la volatilidad trimestral anualizada de la tasa de cambio peso-dólar.

Gráfico 4



Se observa que aunque la intensidad de los movimientos no siempre es igual, las tendencias son similares.

Para confirmar esta hipótesis se calculó la correlación entre las compras y ventas *forward* del sector real con las medidas de volatilidad.

Cuadro 5

| Correlaciones entre la volatilidad ³ y las compras y ventas forward del sector real | | |
|--|-----------------------------|----------------------------|
| Período | Compras forward sector real | Ventas forward sector real |
| 03/93-12/95 | 0,53 | 0,43 |
| 1994-1995 | 0,45 | 0,37 |
| 1994 | 0,60 | 0,22 |
| 1995 | 0,60 | 0,64 |

En el cuadro 5 se observa que las compras y las ventas *forward* tienen una correlación elevada con la volatilidad de la tasa peso-dólar. En el caso de las compras esta relación es estable en el tiempo. Las ventas presentan una correlación positiva, con valores absolutos significativos principalmente en 1995, como resultado de que en 1994 los exportadores experimentaron el riesgo de revaluación, y en 1995 se cubren contra éste. El ejercicio se repitió con series históricas a un mes y a un año, y también se reflejaron correlaciones elevadas entre las variables analizadas.

En consecuencia, es posible afirmar que existe una relación entre la volatilidad de la tasa de cambio peso-dólar y el mercado *forward*; no obstante, se observa que los compradores son más sensibles a ésta, lo cual puede ser el reflejo de un sesgo a la devaluación por parte de los agentes.

3. La volatilidad se calculó a partir de una serie diaria de tres meses de datos históricos.

HIPÓTESIS SOBRE MECANISMOS DE DETERMINACIÓN DE PRECIOS DEL MERCADO FORWARD EN COLOMBIA

Los jugadores que participan en el mercado *forward* pueden dividirse en tres grupos:

1. Importadores, exportadores, inversionistas y prestamistas que buscan cobertura, denominados también *hedgers*.
2. Especuladores que toman posiciones abiertas en busca de una ganancia por los movimientos de la tasa de cambio.
3. «Arbitradores» de la paridad cubierta de tasas de interés. Éstos generalmente prosperan en mercados financieros bien desarrollados, sin barreras a las transacciones internacionales.

En teoría la paridad cubierta de tasas de interés es, por sí sola, suficientemente fuerte para ser considerada como el único determinante de la tasa de cambio *forward*.

Para explicar cómo funciona dicha paridad, se definen dos portafolios:

El Portafolio A tiene dos instrumentos: una posición *forward* larga para adquirir una unidad en moneda extranjera en T , que denominaremos f , y efectivo, cuyo valor futuro permite cerrar el contrato *forward* en T , $Ke^{r(T-t)}$.

El Portafolio B consiste en un monto de efectivo en moneda extranjera igual a la unidad en T , $e^{-rf(T-t)}$.

Nomenclatura:

- T: Fecha de vencimiento del contrato
- t: Fecha actual
- S: Tasa de cambio *spot* en t
- K: Precio de entrega del contrato *forward*
- r: Tasa de interés doméstica

- rf: Tasa de interés externa
- f: Valor de un *forward* largo en t
- F: Tasa de cambio *forward* en t

Puesto que ambos portafolios valen una unidad de moneda extranjera en T , se pueden igualar:

$$f + Ke^{-(r(T-t))} = Se^{-(rf(T-t))} \quad (1),$$

$$\text{despejando } f \text{ se tiene: } f = Se^{-(rf(T-t))} - Ke^{-(r(T-t))} \quad (1a)$$

Por otra parte, en la fecha de negociación $f = 0$, la tasa *forward* es el valor de K que garantiza que f sea 0.

$$Se^{-(rf(T-t))} = Fe^{-(r(T-t))} \implies F = Se^{(r-rf)(T-t)} \quad (2)$$

La expresión (2) es conocida como la paridad de tasas de interés. Si ésta no se cumple se presenta una oportunidad de arbitraje que será aprovechada por los participantes del mercado. En efecto, si $F > Se^{(r-rf)(T-t)}$ los participantes comprarán *spot* y venderán *forward*, y si $F < Se^{(r-rf)(T-t)}$ venderán *spot* y comprarán *forward*. Este arbitraje obliga al precio del *forward* a ajustarse al diferencial de tasas de interés.

Aunque la paridad cubierta de tasas de interés por sí sola es suficientemente fuerte para ser considerada como el único determinante de la tasa de cambio *forward*⁴, en un país con barreras a los movimientos de capital internacional, dicha tasa se determina por la interacción de los tres grupos de jugadores: *hedgers*, especuladores y arbitrades⁵.

En el caso colombiano, el problema radica en que no hay arbitrades y el grupo de especuladores y *hedgers* es reducido. La falta de arbitrades proviene de la barrera al flujo de capitales que impide crear *forwards* sintéticos.

Así, el precio lo determinan los intermediarios tomando en cuenta la ubicación del tipo de cambio dentro de la banda, el diferencial de tasas de

4. Asumiendo dadas la tasa de cambio de contado y las tasas de interés.

5. Richard E. Caves, Jeffrey A. Frankel and Ronald W. Jones, *World Trade and Payments*.

interés y las expectativas de devaluación. El primer factor es definitivamente el más importante cuando se está pegado al techo de la banda, porque el sistema tiende a operar bajo tipo de cambio fijo.

Lejos de la banda:

- Punta de venta: Premio sobre la tasa de contado (*pips*), tiende a igualar el diferencial de tasas de interés
- Punta de compra: Premio sobre la tasa de contado, es menor que el diferencial de tasas de interés por la prohibición de endeudarse en el exterior a corto plazo. El premio puede aproximarse a la mínima devaluación esperada.

Cerca del techo de la banda:

- Punta de venta: Ligeramente sobre la banda del Banco de la República.
- Punta de compra: Premio sobre la tasa de contado, es menor que el diferencial de tasas de interés por la prohibición de endeudarse en el exterior a corto plazo. El premio puede aproximarse a la mínima devaluación esperada.

La distorsión del precio en la punta de compra, cuando se aproxima a la mínima devaluación esperada, resulta de imputarle a la tasa de compra forward un premio de riesgo. Si bien en Colombia la volatilidad diaria del peso contra el dólar americano es baja –alrededor de 0,40% en condiciones normales–, en épocas de incertidumbre política se presentan variaciones fuertes de la tasa de cambio: en agosto de 1995, por ejemplo, la volatilidad diaria ascendió a 2,3%. Ante la imposibilidad de endeudarse en el exterior a corto plazo, el intermediario debe dejar la posición abierta, asumiendo este riesgo, o buscar una operación de venta para cruzar esta compra.

Así, al diferencial de tasas de interés habría que agregar la devaluación esperada como sigue:

$$Rp_t = i_t - i_t^* - \Delta S_t^e$$

Rp_t : Prima de riesgo en t

$i_t - i_t^*$: Diferencial de tasas de interés

ΔS_t^e : Expectativas de devaluación

En cuanto a la determinación del precio de un *forward* en cercanías de las bandas del Banco de la República, debe incluirse el valor de la opción implícita en éstas, ya que los agentes tienen la oportunidad de comprarle o venderle al Banco de la República al precio de la banda. En condiciones de alta incertidumbre, el mercado percibe que la banda tiene mayor probabilidad de ser modificada, por lo cual la opción implícita pierde valor. Por esta razón, los agentes vendedores aumentan la devaluación implícita en su cotización. En septiembre de 1995, por ejemplo, la devaluación implícita máxima negociada alcanzó 137%.

De lo anterior se concluye que la existencia de la prima de riesgo y las limitaciones para cubrir las operaciones de *forward* en el mercado del físico generan un margen amplio entre las puntas de compra y de venta, lo que a su vez limita la liquidez e impide el crecimiento del mercado.

CONCLUSIONES

Las cifras que se presentan en estas notas muestran un estancamiento en el mercado *forward* durante el año de 1995, lo que podría atribuirse a la carencia de sistemas de gestión y control de riesgo en las instituciones financieras y las entidades del sector real⁶.

Los análisis realizados permiten concluir que la actividad del mercado *forward* se encuentra ligada principalmente a la volatilidad de la tasa de cambio peso-dólar. Así mismo, parecería que la sensibilidad al riesgo cambiario por parte de los agentes es asimétrica: cuando la volatilidad

6. En un trabajo posterior se profundizará en las causas del estancamiento del mercado *forward* en Colombia y se propondrán medidas para acelerar su desarrollo. Así mismo se analizará el sesgo a la devaluación de los agentes y se ahondará en el estudio de la evolución de dicho mercado.

aumenta y se presenta una devaluación, tienden a aumentarse las compras *forwards* por parte del sector real; pero cuando la volatilidad aumenta y se presenta una revaluación, el monto de las ventas del sector real disminuye. Se percibe entonces con mayor fuerza el riesgo de devaluación del peso, comparado con el riesgo implícito de su revaluación.

Finalmente, la prohibición al endeudamiento externo de corto plazo y las bandas cambiarias del Banco de la República, cumplen un papel determinante en la formación de las expectativas de los jugadores del mercado, lo que a su vez influye en la determinación del precio de los contratos *forward*.

REGULACIÓN Y ACTIVIDAD FINANCIERA:

Implicaciones de la Resolución 200 y su impacto sobre
el sector financiero colombiano

Andrés Uribe Arango
Superintendente de Valores

VALORACIÓN DE PORTAFOLIOS A PRECIOS DE MERCADO

La valoración a precios de mercado tiene por objeto acercar contablemente el precio de los activos financieros a su precio de realización en el mercado. Objetivo fundamental, en especial cuando esta información versa sobre entidades que de una u otra forma se presentan ante el público para captar su ahorro. Es, en efecto, a partir de la información contable de estas entidades que el público decide darles o no el manejo de sus recursos. Esto justifica que la valoración se exija a diversos tipos de entidades, pero por esta razón no se debe pensar que el sistema que hay que aplicar debe ser idéntico en todas ellas. La naturaleza de la empresa, su objeto principal y la participación que tengan los activos financieros en el total de activos son factores que deben ser evaluados en detalle al momento de definir el sistema de valoración adecuado.

Acomodar dentro de un mismo sistema entidades diversas puede dificultar su aplicación. Comparemos, por ejemplo, un fondo de inversión con redención de participaciones a la vista y una empresa del sector real. El primero busca obtener, a través del manejo de portafolio, la mejor rentabilidad posible en el corto plazo y distribuirla a sus clientes diariamente. Una empresa del sector real, al manejar sus inversiones financieras, puede perseguir varios objetivos, tales como dar apoyo a las actividades que efectúa

en desarrollo de su objeto principal o simplemente administrar sus recursos líquidos de la manera más eficiente. Esta empresa, además, no distribuye sus utilidades diariamente sino al final de cada ejercicio y con el voto favorable de la asamblea.

La adecuación del sistema, de acuerdo con las características antes anotadas, se logra graduando la metodología a través de la frecuencia con que se hacen los ajustes al mercado y de la forma como se registran los resultados dentro de los estados financieros.

Hasta el momento ha sido claro que la filosofía que sirve de base al sistema de valoración es de aceptación general, pues las críticas han estado más enfocadas al detalle de la metodología adoptada para aplicarlo. Por esto las autoridades, recogiendo en parte estos argumentos, han querido dar un poco más de libertad en el manejo de ciertos conceptos claves en las normas de valoración como la tasa básica y el margen. Dar estas libertades implica, por supuesto, que la responsabilidad de quienes administran los portafolios se incrementa. Abusar de la flexibilidad otorgada puede situarlos fácilmente en el peor de los mundos, es decir, en aquel en el que las ventajas del sistema anterior han desaparecido, pero se han autoimpuesto límites que impiden disfrutar las ventajas del nuevo.

Por esta razón es preocupante que una interpretación a la ligera de los ajustes a las normas sobre valoración condujera más a desvirtuar el sistema que a superar los inconvenientes encontrados. Tal es el riesgo que podrían correr ciertas entidades al emplear, sin mayor examen, el tope máximo permitido de cinco semanas en el promedio de tasa básica. Se entiende que con esta autorización se ha buscado dar un paliativo a la alta volatilidad de las tasas en nuestro mercado y a las deficiencias de algunos de los indicadores, pero esto debe ir ligado a las características propias de la entidad de que se trate. Con el sistema viejo, los portafolios se encontraban valorados a su costo histórico; con el nuevo, se busca que estén valorados a su precio de realización. Sin embargo, al extender más allá de cierta frontera el plazo

sobre el cual se calculan los promedios de tasa, sin distingo del tipo de portafolio que se está administrando, ya no es posible decir que el precio del activo es el de realización, ni tampoco se puede hablar de costo histórico; es decir, se debilita el principio fundamental que sirvió de argumento para la introducción de la norma.

Si bien la volatilidad en las tasas es una de las grandes preocupaciones de los administradores de portafolio, es ella misma la que les permite obtener las mayores ganancias. Ahora bien, es cierto que no todas las entidades persiguen el mismo objetivo administrando su portafolio y que, para algunas, la volatilidad en las tasas (o precios) es un riesgo que prefieren no asumir. Para ellas, particularmente, se han creado las herramientas de cobertura que existen desde hace tiempo en otros países. Reconociendo esta necesidad, el gobierno ha venido trabajando intensamente en el tema y es así como, por ejemplo, en la reforma tributaria de 1995 se hizo explícita la exención del impuesto de timbre a «... los documentos que se otorguen con el único propósito de precisar las condiciones de negociación, tales como aquellos que se efectúen en desarrollo de compraventas de cartera, reporto, carrusel y futuros y opciones». El nuevo sistema de valoración evidencia la necesidad de estructurar herramientas de cobertura, y por eso el gobierno se encuentra en plena disposición para facilitar su introducción en nuestro mercado, aun cuando su diseño correspondería al sector privado.

Volviendo al tema de los ajustes a las normas de valoración, se hablará sobre el asunto de los márgenes. Según se sabía desde el comienzo, uno de los grandes inconvenientes para introducir el nuevo sistema de valoración era la calidad de los indicadores disponibles, lo cual se trató de cubrir, entre otras cosas, con el empleo del margen. El margen pretende incorporar riesgos no contemplados o imposibles de separar dentro de la tasa básica, por lo que una utilización adecuada del mismo permite un mayor acercamiento al mercado; por el contrario, una manipulación descontrolada del margen, es decir, no sustentada en criterios objetivos, que sean sostenibles independientemente de la coyuntura, puede conducir los portafolios a un caos. Es en ese sentido que la liberación debe ser asumida con gran cautela y, más aún, en

un momento en el cual no se han asimilado en su totalidad las características y ventajas del nuevo sistema, bien sea por la normal resistencia al cambio o porque resulta complicado administrar los rezagos del pasado.

La liberación, si no se aprovecha convenientemente, podría significar también un retorno a los manejos del sistema anterior, en el cual las pérdidas se diferían o, mejor, se disfrazaban en el tiempo mientras las utilidades se «guardaban» para las épocas difíciles.

La Superintendencia de Valores ha procurado mantener los criterios iniciales tanto en lo que se refiere a la tasa básica como en lo que tiene que ver con el margen. A través de la Resolución 200 se estableció, por ejemplo, que «los márgenes de aquellos títulos que correspondan a una misma especie y emisor y cuyo plazo al vencimiento sea similar no podrán tener entre sí una diferencia superior a dos puntos». Aunque se reconoce que la capacidad de los agentes para eludir las normas es alta y que, por el mismo hecho de no contar con los indicadores adecuados, el sistema de aproximación diseñado resulta más vulnerable a la manipulación, la intención ha sido dar una señal al mercado para que se mantenga la coherencia de los márgenes dentro del portafolio.

Quienes han podido experimentar en su totalidad el impacto de la nueva metodología reconocen que la mejor garantía de liquidez se consigue valorando adecuadamente los títulos, de tal manera que sea posible venderlos sin dificultad en cualquier momento. Reconocen también que, si bien se requiere mayor profesionalismo para el manejo del portafolio, éste resulta mucho más sencillo por la posibilidad de ajustarse rápidamente a las circunstancias cambiantes del mercado. Recordemos que dentro del sistema viejo, parte importante del portafolio se inmovilizaba al darse un cambio brusco de tasa. Esto seguirá sucediendo en el nuevo hasta cuando los títulos se encuentren realmente a su precio de mercado.

De las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores resulta interesante dar un vistazo a lo que ha ocurrido en los fondos de valores desde que entró a regir la norma de valoración, es decir, desde finales del mes de

abril de 1995. Para esa fecha, el valor total administrado por los cinco fondos existentes, cuyas inversiones se concentran en la renta fija, ascendía a \$58.620 millones. El punto más alto se logró al finalizar el mes de noviembre de 1995, cuando el total de fondos alcanzó la suma de \$104.217 millones, registrando un incremento de 78% en términos nominales y de 59% en términos reales con respecto al mes de abril antes mencionado. Posteriormente, en el mes de diciembre se presenta una baja sustancial en dicho saldo, que se explica por la iliquidez que caracterizó ese período.

Al terminar el mes de febrero de 1996 se había dado una notable recuperación, pues los fondos llegaron a alcanzar la suma de \$82.559 millones, esto es, un incremento del 41% en términos nominales y del 20% en términos reales con respecto a la fecha en que entró a regir la norma.

Estos resultados son bastante alentadores y muestran cómo la actividad de los fondos, antes que verse afectada, se ha reactivado de manera notable. Las caídas que se pueden presentar en ciertos períodos, como en diciembre del año pasado, se dan más por tratarse de recursos que los inversionistas colocan a la vista, que por efectos indeseados en las normas de valoración. La escasez de recursos en el mercado induce a los inversionistas a liquidar sus inversiones, empezando por aquellas que se encuentran a la vista. Obsérvese cómo, de la misma manera, el saldo de las cuentas de ahorro también se reduce en épocas de iliquidez, ya que los recursos tienden a desplazarse hacia donde, por efectos de la demanda, reciben una mejor remuneración, bien sea por costos de oportunidad de quien los necesita o de quien dispone de ellos.

Dicen algunos que, de los efectos desfavorables de las normas de valoración, el más importante ha sido la tendencia que ha surgido entre los inversionistas a disminuir el plazo de sus inversiones. En este punto, sin negar que pueden haberse presentado resultados indeseables, es importante retomar lo mencionado por Luis Gabriel Jaramillo en su reciente intervención en el foro «Tendencias del mercado financiero colombiano». Jaramillo afirma que el problema principal puede radicar en que anteriormente no había una cultura real del largo plazo y que el riesgo de tasa de interés, una vez que se

hacía evidente, podía ocultarse a través de una menor causación periódica de rendimientos en el balance. La trascendencia del tema permite reiterar que no por *no* hacerse evidentes los riesgos en la administración de un portafolio, éstos dejan de existir. El riesgo de tasa de interés no es nuevo y existía ya desde antes, aun cuando hubiera algunos que no lo identificaban o que no lo consideraban importante al ser posible ocultarlo. Las resoluciones de valoración lo hacen explícito y éste ha sido uno de sus mayores aportes.

Anteriormente había una diversidad de entidades que se consideraban inversionistas de largo plazo. Un análisis más detallado de sus características propias habría mostrado, en su momento, que su vocación no correspondía necesariamente al largo plazo. Es así como muchos de los fondos de inversión a la vista han tenido que reducir la porción de su portafolio que mantenían en inversiones de largo plazo, para equilibrar la duración entre activos y pasivos, que antes consideraban irrelevante.

Por otra parte, es necesario aceptar que los índices, en especial los de plazos superiores a un año, con frecuencia han medido inadecuadamente el mercado. Mientras los índices para 90 días han sido un buen reflejo del mercado para ese plazo, ya que ahí se concentra el mayor volumen de operaciones, los indicadores para plazos superiores a un año se han visto sensiblemente afectados por el menor volumen de operaciones. Conviene aclarar aquí que ese menor volumen puede ser también consecuencia de que los indicadores existentes sólo disponen de un universo limitado para su cálculo. Éste excluye un gran número de operaciones que, por no ser hechas en primario ni registradas en mercados bursátiles, no generan una información que se pueda procesar y, por tanto, no hacen parte de los índices. Un sistema de registro de las operaciones «sobre el mostrador» que permitiera extraer una mayor información del mercado, sería indudablemente una herramienta de gran ayuda para mejorar la calidad de los indicadores. Infortunadamente los sistemas electrónicos de negociación existentes en la actualidad, que permitirían sustituir el uso del teléfono y ofrecer mayor información al mercado, no han tenido suficiente acogida.

Otro factor que ha limitado la inversión a largo plazo ha sido sin duda la falta de herramientas de cobertura, algo que, como se mencionaba al comienzo,

hay que subsanar prontamente. Por ahora, la única cobertura para los títulos de renta fija la han dado los títulos de tasa variable; sin embargo, se debe ser cauteloso con el mecanismo preciso de valoración de los mismos, pues si se genera una volatilidad alta en los resultados diarios puede haber un desestímulo para adquirirlos, como de hecho ha ocurrido hasta ahora.

Reconociendo este hecho y con el propósito de promover la inversión a largo plazo, pero preservando la filosofía de las normas de valoración, la Superintendencia de Valores expidió en diciembre de 1995 la circular externa 23, mediante la cual se autoriza una metodología alterna para valorar títulos de tasa variable. Dicha metodología reduce considerablemente la volatilidad, permitiendo a la vez que el título se mantenga en tasas muy cercanas a las del mercado. No se introdujo aquí la posibilidad de trabajar con tasas implícitas, pues la poca disponibilidad de indicadores conduce a introducir una serie de supuestos que desvirtúan un poco la metodología y terminan haciendo que su aporte sea mínimo.

Según se mencionó anteriormente, un registro sistematizado de las operaciones «sobre el mostrador» coadyuvaría para subsanar la deficiencia actual de los indicadores, lo que a su vez permitiría no sólo introducir el concepto de tasas implícitas sino que facilitaría la incorporación de herramientas de cobertura a los mercados financieros.

Aunque el tema de la valoración de portafolios a precios de mercado se presta para innumerables discusiones, el objetivo era únicamente resaltar algunos de los puntos que resultan más relevantes en este momento:

- Un sistema de valoración a precios de mercado debe tener en cuenta las características y objetivos propios de cada entidad o grupo de entidades, por lo cual la metodología seleccionada debe graduarse de acuerdo con estos criterios.
- Los ajustes hechos hasta ahora en las normas de valoración acentúan la responsabilidad de los administradores, quienes, en consecuencia, deben mostrarse a la altura de ese reto. Sería miope que los aprovecharan para

retornar a los manejos anteriores, en que las pérdidas se disfrazaban en el tiempo mientras las utilidades se «guardaban» para épocas más difíciles.

- Los fondos de valores administrados por las sociedades comisionistas de Bolsa han mostrado una evolución muy favorable desde cuando entraron a regir las normas de valoración, en abril de 1995. Esto muestra cómo la actividad de dichos fondos, antes que verse afectada, se reactivó de manera notable.
- Las normas de valoración han hecho explícito el riesgo de tasa de interés, razón por la cual algunos inversionistas han preferido evitar las inversiones de largo plazo. Las herramientas de cobertura que permitan neutralizar este riesgo serían, sin duda, un estímulo para el largo plazo.
- Existen deficiencias en los índices para inversiones de renta fija con plazos superiores a un año, debido fundamentalmente al bajo volumen de transacciones sobre el cual se calculan. Una forma de incrementar ese volumen sería ampliando el universo del cual se extrae la información, lo cual se logra, por ejemplo, a través del uso generalizado de sistemas electrónicos de registro de las operaciones «sobre el mostrador». Con ello además se haría posible el empleo de tasas implícitas y se facilitaría la introducción de herramientas de cobertura en el mercado colombiano.

Leonardo Villar Gómez
Viceministro técnico de Hacienda y Crédito Público

Las discusiones que se han tenido últimamente reflejan la profesionalización de una actividad fundamental para el desarrollo del sector financiero y que, como es obvio, constituye el núcleo de cualquier negocio financiero o bursátil.

Este artículo se divide en tres partes. En la primera se tratará lo referente a la valoración de inversiones a precios de mercado, sus objetivos y sus efectos a corto plazo. En segundo término, se estudiarán las operaciones de cobertura y en particular al desarrollo de los *forwards*, futuros y *swaps*, como instrumentos esenciales para el desarrollo de tesorería eficientes y modernas, que permiten compensar los riesgos que afectan la rentabilidad de los portafolios y que se hacen explícitos con la valoración de inversiones a precios de mercado. Cabe destacar que estos efectos de riesgo son inherentes al manejo de los portafolios de inversión, pero en el caso colombiano sólo hasta ahora son explícitos en la contabilidad a través de estas nuevas metodologías.

Por último, se hará referencia a otros aspectos que entrarán a desempeñar un papel importante en el mercado colombiano de títulos y que afectarán de manera favorable la dinámica y la liquidez del mercado en el futuro cercano.

VALORACIÓN DE INVERSIONES A PRECIOS DE MERCADO

Objetivos

Los principales objetivos que se perseguían con la implantación de la metodología de valoración de inversiones a precios de mercado por medio de las resoluciones 200 y 98 de 1995, de las superintendencias Bancaria y de Valores, respectivamente, se pueden resumir en cinco:

Revelación de la verdadera realidad económica

La introducción de una metodología como la mencionada permite obtener una revelación más ajustada a la realidad de la verdadera situación económica de las entidades financieras. Es importante insistir en que la aplicación de la valoración permite la revelación contable de una realidad económica que ya existía y no implica la introducción de nuevos riesgos financieros. Simplemente los hace explícitos en términos contables.

Todavía es común discutir sobre los riesgos que introdujo la valoración de portafolios a precios de mercado y resulta vital entender a fondo que la valoración no introduce riesgos financieros en vista de que éstos hacen parte integral de la administración de portafolios. El hecho de valorar y de contabilizar de una u otra forma no implica en sí mismo un riesgo, sino que es simplemente el reflejo, bueno o malo, de la realidad económica de una entidad y su situación frente al mercado. En este sentido el objetivo de la valoración es simplemente hacer una revelación contable fidedigna de una realidad económica que siempre ha existido y seguirá existiendo en el futuro, independientemente de la forma como se contabilice.

Dinamización del mercado de valores

Otro de los objetivos de la valoración de mercado es la dinamización del mercado de valores, particularmente la del mercado de títulos de renta fija. Cabe recordar que con la metodología de valoración anterior, muchas veces estos títulos no eran transados por miedo de los potenciales vendedores a registrar pérdidas contables considerables si las ventas se hacían en períodos de tasas de interés al alza o, en general, de tasas de interés mayores que las del momento de la compra de los títulos.

Con anterioridad a la introducción de la nueva metodología de valoración, las épocas de iliquidez financiera en el mercado no se resolvían a través de la venta de títulos, por temor a que ello implicara una pérdida contable importante que era necesario revelar; sin embargo, esta pérdida ya se había dado en la realidad económica de la entidad. Simplemente no se reflejaba en la contabilidad que recibían los administradores o los directores de la respectiva entidad.

Con la introducción del nuevo método de valoración, se logró que esa realidad no se reflejara en el momento de hacer la venta de los títulos, sino que afectara los estados financieros en el momento en que verdaderamente ocurría. A través de este mecanismo, la valoración contribuirá a la dinamización del mercado por medio del proceso de venta de los títulos en el momento en que se den ese tipo de situaciones de iliquidez o de altas tasas de interés.

Adicionalmente, la necesidad de revelar de inmediato los cambios en la situación económica de las empresas obliga a sus tesorerías a tener actitudes mucho más activas en el manejo de sus portafolios de inversión, y a reaccionar con mayor rapidez ante cambios en las condiciones del mercado para evitar incurrir en pérdidas por la posesión de inversiones con rentabilidades inferiores a las que ofrece el mercado en un momento determinado.

Reducción de la volatilidad de las tasas de interés y creación de las condiciones para su estabilidad en el largo plazo

En el pasado, las tasas de interés en Colombia presentaron altos niveles de volatilidad, en parte por la falta de una metodología adecuada de valoración de inversiones a precios de mercado. En efecto, en ausencia de la valoración, los momentos de tasas de interés altas inducían a la retención de los títulos y a la reducción de la oferta de títulos, contribuyendo así a reforzar el aumento en las tasas de interés.

Adicionalmente, ante la falta de una valoración adecuada, las fuertes variaciones de las tasas de interés de los títulos de largo plazo no tenían

implicaciones aparentes sobre la contabilidad de las entidades poseedoras de ese tipo de títulos, aunque sí tenían efectos financieros que no eran evidentes. Las oscilaciones grandes en las tasas de interés de largo plazo se reflejan ahora de manera explícita en el precio de esos títulos. Eso conduce a una dinamización del mercado de títulos de largo plazo, que debe reducir esa volatilidad y otorgar estabilidad a las tasas de interés de largo plazo; estabilidad que debe ser –como sucede en cualquier mercado desarrollado– mucho mayor que la estabilidad de tasas de interés de plazos más cortos.

Desarrollo de operaciones de cobertura

Un cuarto objetivo del cambio en los métodos de valoración de portafolios de inversión es el desarrollo de las operaciones de cobertura. En la medida en que se hace más explícito el riesgo que implica la fluctuación en las tasas de interés y la consecuente posibilidad de registrar pérdidas en la valoración, se hace necesaria la utilización de operaciones de cobertura por parte de los intermediarios financieros y en general de todos los agentes partícipes del mercado de títulos.

Profesionalización del manejo de portafolios de inversión

Un objetivo que se ha venido logrando, por todo el desarrollo del mercado que viene desde hace varios años, es la profesionalización en el manejo de los portafolios de inversión. La contabilización de los efectos de la valoración a precios de mercado contribuye a avanzar en esta dirección al hacer más explícitos los efectos que tienen las decisiones de los administradores de esos portafolios.

Efectos de corto plazo en el caso colombiano

Efecto positivo sobre los estados financieros

Al contrario de lo esperado, los efectos de corto plazo de la aplicación de la valoración de inversiones a precios de mercado sobre los estados financieros fueron positivos, a pesar de haberse introducido en un momento en que las tasas de interés estaban subiendo. En una coyuntura como la que

atravesaban las tasas de interés en el primer semestre de 1995, las entidades preveían que fácilmente podrían registrar importantes pérdidas contables correspondientes a la aplicación por primera vez de la metodología de valoración.

Ese fenómeno no se presentó, afortunadamente. Por distintas razones, el efecto neto de la valoración de portafolios sobre los estados financieros de las entidades de crédito fue muy positivo. En efecto, los establecimientos de crédito registraron utilidades por efecto de la valoración equivalentes a \$424.000 millones en 1995, lo que corresponde a un 67% de las utilidades de estas entidades en el año. Estas utilidades contrarrestaron parcialmente las pérdidas contables que se produjeron, como resultado de las nuevas normas sobre provisiones de cartera introducidas por la Superintendencia Bancaria para garantizar la mayor solidez del sector financiero.

Sesgo de las inversiones hacia el corto plazo

Otro de los efectos de corto plazo que se han presentado en la aplicación de la valoración de inversiones en el caso colombiano ha sido el sesgo de los intermediarios financieros hacia la realización de inversiones de corto plazo observado durante 1995 y que aún se sigue presentando. Obviamente, la introducción de este sesgo no era el propósito de las resoluciones, y hace reflexionar de manera permanente sobre en dónde pueden presentarse los problemas.

La tendencia hacia la realización de inversiones de corto plazo parece ser el resultado de la combinación de una serie de factores que caracterizan el mercado nacional. En efecto, la coyuntura por la que atraviesan las tasas de interés, la necesidad del reconocimiento por primera vez de una realidad económica subyacente en la operación financiera, la inexperiencia de los agentes, y la confusión entre los riesgos contables y los financieros pueden haber inducido un sesgo hacia el corto plazo que, por tanto, no debería ser permanente. Adicionalmente, podrían existir algunos defectos en la metodología específica que se introdujo, que estarían afectando las decisiones de inversión de los agentes.

Tasas de interés al alza

El primer elemento que contribuye a explicar la tendencia hacia las inversiones de corto plazo es el hecho de que una medida de carácter estructural, como es la introducción de este tipo de valoración, se haya tomado en un momento en que las tasas de interés estaban claramente al alza. En efecto, desde mediados de 1994 se presentaron una política restrictiva en el campo monetario y un aumento de las tasas de interés como política general dirigido a reducir el exceso de demanda agregada que podía tener efectos peligrosos sobre el desempeño de la balanza de pagos y la inflación, si no se frenaba a tiempo. A causa de esa tendencia al alza en la tasa de interés, la introducción de la valoración de inversiones a precios de mercado implicó un efecto contable negativo sobre el precio de los títulos de largo plazo y, por consiguiente, generó una tendencia de los inversionistas para realizar inversiones de corto plazo.

Inexperiencia y reconocimiento por primera vez de la realidad económica

Una segunda explicación relacionada con la anterior es que había –y aún la hay– cierta inexperiencia por parte de los agentes del mercado en lo relacionado con el reconocimiento de la realidad económica de las entidades. Esto no indica incapacidad por parte de los tesoreros o de los comisionistas, o de los administradores directos de los títulos, sino posiblemente inexperiencia y falta de conciencia sobre el tema por parte de los dueños y de los administradores de más alto nivel de las entidades financieras y de las entidades administradoras de portafolios de inversión.

El anterior es un factor de particular importancia, por cuanto los encargados de hacer las operaciones en el mercado tienen que reportar a los presidentes de las entidades y sus juntas directivas. En la medida en que a alto nivel no se tenga claridad de que el simple reconocimiento contable de una realidad no es una realidad nueva, puede inducir a los administradores directos de los portafolios a preferir títulos de corto plazo aunque su rentabilidad sea inferior frente a títulos de largo plazo con mejores rentabilidades, para no tener que reflejar pérdidas contables esporádicas por efecto de la valoración.

Esta ha sido una de las razones por las cuales se ha generado ese sesgo hacia las inversiones de corto plazo, factor que, afortunadamente, tenderá a corregirse con el tiempo. Para ello es necesario realizar un proceso de capacitación complejo con un alcance amplio, llegando incluso a los dueños del capital.

Probables defectos en los indicadores utilizados para descontar los flujos

Otros factores que pueden explicar en parte el sesgo hacia las inversiones de corto plazo parecen ser las posibles deficiencias en los indicadores utilizados para descontar los flujos de fondos en el proceso de valoración.

El primero es la metodología de cálculo de los indicadores utilizados para la valoración de portafolios a precios de mercado. En efecto, los indicadores actuales y en particular los que se aplican para las entidades vigiladas por la Superbancaria, como la DTF o la tasa básica de esta Superintendencia, tienen deficiencias que posiblemente no sean tan fuertes en el índice de la bolsa, el cual puede ser utilizado por las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores.

El comportamiento de la DTF y de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria (TBS) se ha caracterizado por cuanto, en contra de todo lo que se podría esperar, las tasas de más largo plazo muestran una mayor volatilidad que las de corto plazo. Esta es una característica en contra de la lógica financiera y de los objetivos de normas como las de valoración de inversiones a precios de mercado. Si se comparan las tasas DTF para plazos superiores a un año y la de 90 días, se observan unas oscilaciones fuertes de las rentabilidades a plazos más largos frente a las de corto plazo (gráfico 1).

Esta situación es aún más evidente en el caso de la TBS. En el gráfico 2 se observa igualmente que la tasa correspondiente al plazo más largo (más de un año), presenta grandes oscilaciones a lo largo del período abril de 1995-febrero de 1996. En contraposición, la tasa a tres meses tiene una tendencia mucho más estable. Este comportamiento tiene implicaciones importantes sobre la valoración de los títulos de largo plazo, en vista de que el descuento de los flujos para traerlos a valor presente debe realizarse con una tasa que

Gráfico 1

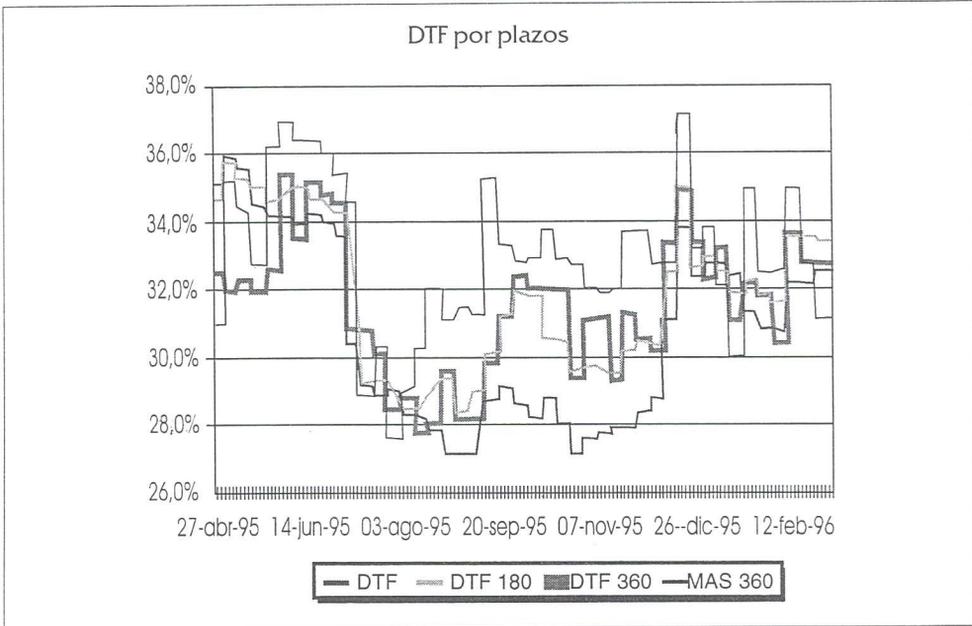
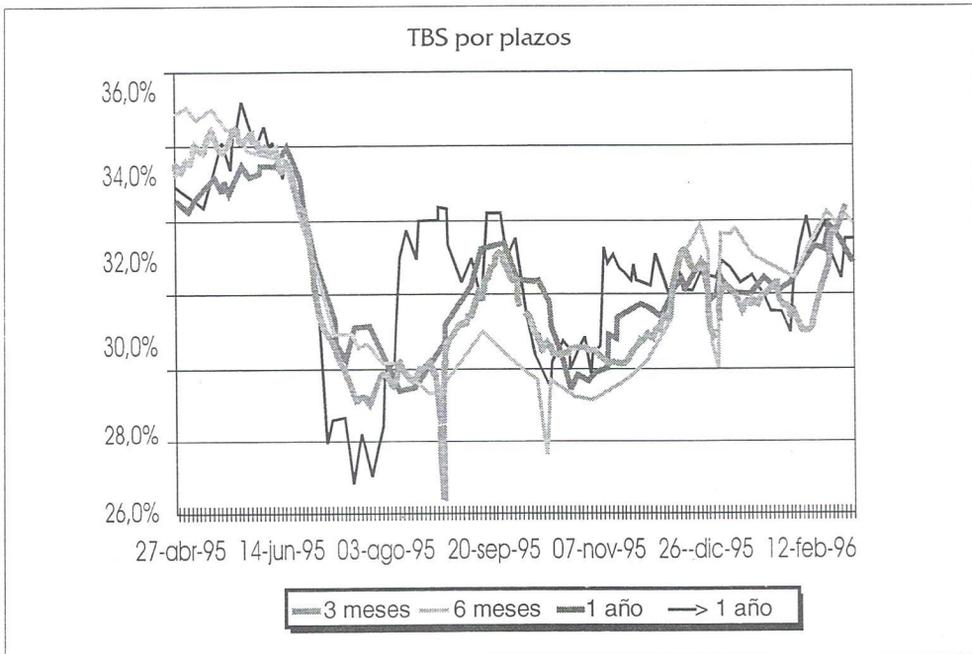


Gráfico 2



registre este tipo de comportamiento. Dicho resultado surge de la poca profundidad que tiene el mercado de largo plazo.

En el gráfico 3, en donde está representado el comportamiento del Índice Real de la Bolsa de Bogotá (IRBB) para los títulos de largo y corto plazos, sí se observa que la tasa de largo plazo (más de 360 días) es más estable que la tasa entre 61 y 120 días.

Lo anterior sugiere que de alguna manera los tres indicadores (DTF, TBS e IRBB) reflejan cosas muy distintas entre sí, algo preocupante por cuanto muestra que la valoración a precios de mercado realizada utilizando cualquiera de los tres puede tener problemas. No obstante, en vista del comportamiento del índice de la bolsa es probable que la valoración realizada con él esté más acorde con una estabilidad en el precio de los títulos de largo plazo y con lo que se intuiría sobre el mercado (gráfico 4).

Gráfico 3

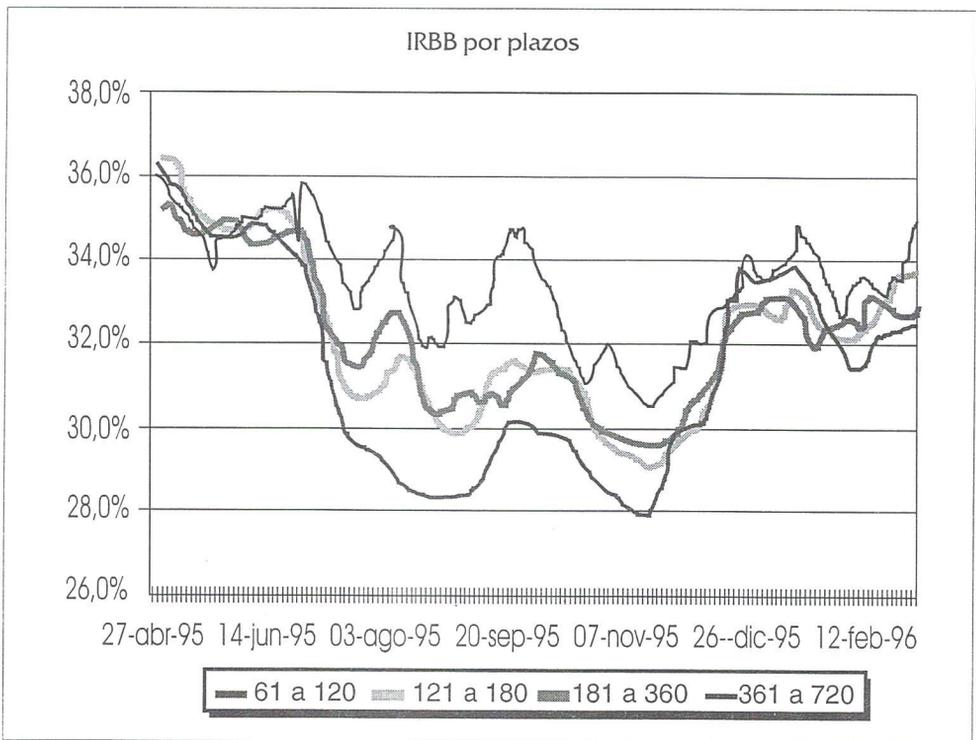
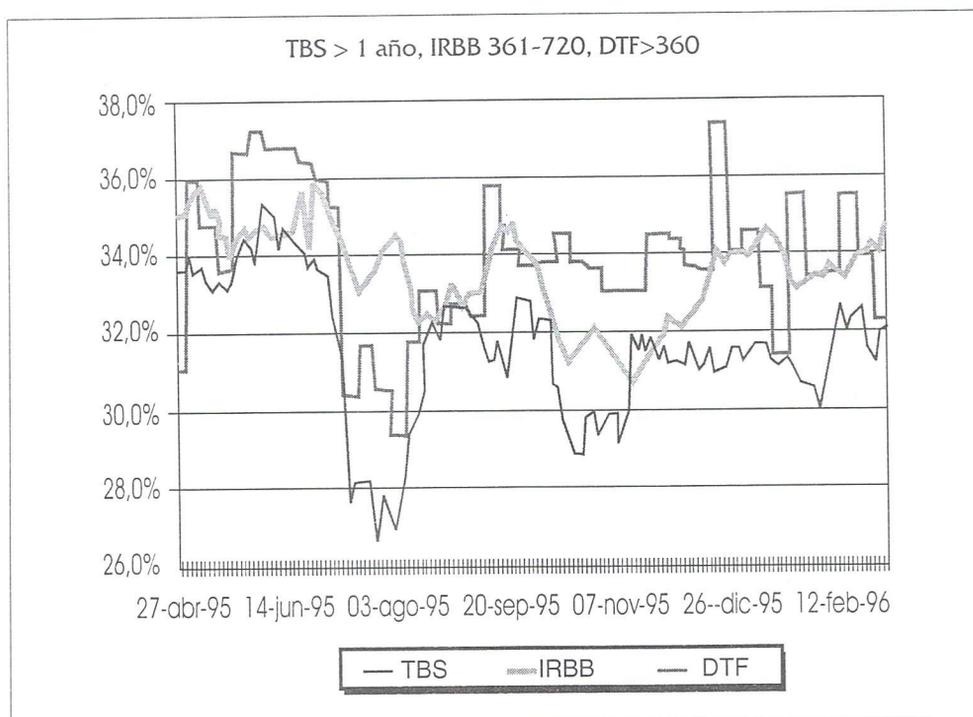


Gráfico 4



Aspectos que requieren revisión

En cuanto a los aspectos señalados, hay dos de ellos que requieren revisión por parte de las autoridades pertinentes.

El primero de ellos es la necesidad de revisar la metodología de cálculo de los indicadores utilizados para traer los flujos a valor presente. En este sentido habría que revisar las tasas que se pueden utilizar para la valoración y que la aplicación de unos mejores índices pueden reducir mucho los problemas que se han venido presentando, así como también el sesgo que se genera en contra de la inversión en títulos de largo plazo, por la volatilidad tan fuerte en los precios, generada no necesariamente porque exista esa volatilidad sino porque el indicador que se usa para detectarla es un indicador más volátil que la realidad del mercado.

Considero que una solución de fondo a este problema estaría en la línea de lo que propone el superintendente de Valores, consistente en el cálculo de un índice que contenga más información. Para eso se requeriría que el índice incluyera la información sobre todas las operaciones OTC que hacen las tesorerías de las entidades de crédito entre ellas, al igual que un compromiso de parte del sector financiero para registrar esas operaciones a través de un sistema electrónico.

Otro tema que requiere revisión es la metodología misma utilizada para la valoración de las inversiones permanentes de algunos inversionistas institucionales, como las inversiones que se tienen hasta su madurez y que son adquiridas con este propósito. Al respecto, habría que modificar las resoluciones de las superintendencias para permitir un método especial de valoración para ese tipo de inversiones, aplicable sólo a las entidades que tienen inversiones hasta su maduración; eventualmente, el método especial debería ser aplicable a una porción de los portafolios de los fondos de pensiones o a las compañías de seguros cuyas inversiones son de largo plazo, en cuyo caso sería razonable aplicar un método de valoración distinto que permitiera evitar el reflejo de los efectos contables de corto plazo del cambio de valor en un título cuya vocación no es ser vendido en ese momento, porque se ha comprado precisamente para tenerlo hasta su maduración.

OPERACIONES DE COBERTURA

Uno de los principales objetivos de la introducción de una nueva metodología de valoración de portafolios a precios de mercado era la consolidación de la utilización de las operaciones de cobertura. Sin embargo, hasta ahora el desarrollo de estas operaciones ha sido muy incipiente, debido a cuatro razones básicas.

La primera de ellas se relaciona con el hecho de que no existían métodos adecuados de valoración de portafolios a precios de mercado, ya que éstos hasta ahora se están introduciendo, y no había metodologías del reconocimiento del riesgo real enfrentado por la actividad financiera. En este sentido, la introducción de la valoración es un elemento fundamental para que hacia el futuro se desarrollen de manera importante los mecanismos de cobertura.

Una segunda razón es la falta de claridad existente hasta ahora sobre el tratamiento contable y tributario de las operaciones a futuro. Al respecto, es importante que se haga claridad sobre cuál debe ser el tratamiento contable de estas operaciones. Por ahora existen mecanismos de contabilización aplicables a otros instrumentos similares, aunque considero que la claridad absoluta en este aspecto y el hacer explícita la metodología contable es algo fundamental para que las entidades financieras participen en el mercado de manera más generalizada.

En cuanto al tratamiento tributario, como lo mencionó el superintendente de Valores, en la reforma tributaria del año pasado se efectuó un avance importante en el sentido de hacer claridad con respecto a la exención del impuesto de timbre de las operaciones a futuro. En ese mismo sentido se está preparando un decreto reglamentario que permita reforzar la confianza y seguridad del sector al respecto.

El otro tema tributario es el tratamiento del impuesto al valor agregado en relación con las operaciones de cobertura. En la actualidad se trabaja en un decreto que lo aclare, aunque la interpretación existente sobre las normas legales que hay está dirigida a que en principio lo único que estaría sujeto a gravamen sería la generación de comisiones en caso de que existan, como sucede en general en todas las operaciones de prestación de servicios. En el caso de las operaciones a futuro sobre el contador, no se puede decir que se esté prestando un servicio sino que es el simple cruce de las operaciones entre dos agentes, por lo cual no habría lugar al cobro de IVA.

Así las cosas, el decreto que se está preparando, al reglamentar y hacer explícito el tratamiento recibido por las operaciones a futuro en materia de IVA, removerá una de las principales restricciones que han contribuido a impedir el desarrollo de la utilización de las operaciones de cobertura en Colombia.

Otro factor que ha dificultado el desarrollo de las operaciones es la inexistencia de normas adecuadas sobre gestión de activos y pasivos de las entidades financieras. A esto se une un factor aún más importante, la falta

de una cultura en el sector sobre la administración de los riesgos implícitos en el manejo de activos y pasivos, distintos del riesgo de contraparte, que es aquel sobre el que tradicionalmente ha habido conciencia tanto por parte del sector financiero como de la autoridad de supervisión.

El desarrollo de la cultura de gestión de activos y pasivos se va a dar, en buena medida, inducido por la Superintendencia Bancaria a través de la circular 1 de este año, que obliga a que se conformen comités y a que el tema sea discutido incluso en las juntas directivas; igualmente define con claridad los distintos tipos de riesgos de tasas de interés, de liquidez y de tasa de cambio, que tradicionalmente no han sido considerados de manera explícita en la supervisión bancaria en Colombia.

Por último, otro factor que ha afectado de manera negativa la utilización de las operaciones de cobertura cambiaria han sido las normas sobre posición propia. En efecto, desde 1991 se ha venido utilizando el régimen sobre posición propia como un instrumento de control monetario, olvidando que lo que busca la posición propia es medir fundamentalmente el riesgo cambiario enfrentado por las entidades financieras.

Desde el año pasado, la junta directiva del Banco de la República ha venido introduciendo modificaciones de fondo al régimen de posición propia para eliminar su utilización como instrumento de control monetario y cambiario. En este sentido es mucho lo que se ha avanzado, en la medida en que se volvió a considerar que debía tenerse un tope sobre el riesgo asumido en la posición propia de riesgo cambiario, asumido por los intermediarios; sin embargo, hay un punto que se está estudiando, muy importante hacia el futuro: el reconocimiento de las operaciones a futuro entre peso y dólar para efectos de la medición del riesgo cambiario y, por tanto, como parte de la posición propia. En la medida en que se incorporen las operaciones a futuros va a ser posible que avancen dichas operaciones entre los intermediarios financieros.

OTROS MECANISMOS DE ESTÍMULO A LA DINÁMICA EN EL MERCADO DE TÍTULOS

Finalmente, hay dos temas que están vinculados de manera un poco indirecta pero importante, con la valoración de inversiones a precios de

mercado y con el desarrollo del mercado de títulos: la participación del Banco de la República en el mercado de capitales para la ejecución de la política monetaria y la participación del sistema financiero tradicional en la intermediación de valores y en operaciones de *underwriting*.

Banco de la República en el mercado monetario y de capitales

Con respecto al papel del Banco de la República, existen dos aspectos relevantes para el desarrollo del mercado hacia el futuro.

En primer lugar, hay que realzar el esfuerzo del Banco de la República por estabilizar la tasa de interés de corto plazo, a través de mecanismos que constituyen una participación directa del banco en el mercado de títulos. Este esfuerzo estabilizador se ha reflejado en el comportamiento de la tasa de interés interbancaria, reduciendo las fluctuaciones excesivas que se presentaban en el mercado interbancario.

Sin embargo, quizás el tema más importante de participación del Banco de la República en el mercado de títulos son las perspectivas futuras, en cuanto al cambio fundamental en el tipo de intervención del banco en el mercado. En efecto, el banco central dejará de concentrar sus mecanismos de expansión monetaria en la acumulación de divisas o de redención de títulos de participación, para adquirir títulos de largo plazo en el mercado secundario, como sucede en los países desarrollados del mundo. Este cambio está previsto en la ley del Banco de la República para que hacia el futuro las operaciones monetarias se realicen de esta forma, lo cual sin duda constituirá un factor dinamizador muy fuerte del mercado secundario de títulos de largo plazo.

Sector financiero e intermediación de valores

El otro tema relacionado con las perspectivas futuras del mercado de capitales tiene que ver con la participación del sector financiero en la intermediación de valores y con las posibilidades de ampliación de las operaciones de *underwriting*.

Con respecto a la intermediación de valores, en la actualidad se están elaborando dos estudios, uno de la Misión de Estudios sobre el Mercado de Capitales y otro contratado por la Superintendencia de Valores. Este último está dirigido a identificar posibilidades de desarrollo de las mesas de dinero de las tesorerías de los establecimientos de crédito en la intermediación de títulos, actividad que se está llevando a cabo en gran parte, aunque de manera no totalmente explícita, a través de operaciones que aparecen como de cuenta propia. En la medida en que se logre regular, aclarar y definir bien lo que constituye la intermediación de valores frente a las operaciones por cuenta propia de las tesorerías de los establecimientos de crédito, se logrará un desarrollo mucho más claro de todas estas operaciones hacia el futuro.

Por último, el otro tema que está en estudio es la posibilidad de que las entidades financieras participen de manera más activa en el *underwriting* de títulos emitidos tanto por el gobierno como por el sector real, actividad que por desgracia no ha sido desarrollada de manera suficientemente satisfactoria por los comisionistas de bolsa ni por las entidades financieras que hoy tienen autorización para ello.

Jorge González Suárez
Vicepresidente internacional y financiero del Banco Ganadero

La aplicación de la Resolución 200/95 y de las normas complementarias a ésta en una economía y en un mercado en proceso de desarrollo como el colombiano ha arrojado efectos positivos, pero a la vez ha creado las siguientes limitaciones:

- La regulación suministró elementos técnicos muy importantes en el proceso de valoración de portafolios, pero no tuvo en cuenta algunas de las características propias del mercado de valores nacional.
- No se consideró el verdadero efecto de la alta volatilidad de las tasas de interés, pues ésta genera fluctuaciones que en nada benefician los portafolios y, por el contrario, su administración es de difícil manejo y control.
- La inversión a largo plazo se desestimuló al no existir en el mercado tasas adecuadas de referencia para la valoración de inversiones, con plazos superiores a 360 días y, por ende, estimuló la preferencia de inversiones a corto plazo, creando inconsistencias importantes en la valoración de inversiones de largo plazo, toda vez que los mecanismos con que se evalúan tienen márgenes de error bastante elevados que distorsionan en

ocasiones de manera importante el valor real de la inversión y, por consiguiente, generan dificultad en la negociación de los mismos.

- No se tuvo en cuenta un régimen especial que contemplara la alternativa y la necesidad que tienen los inversionistas de adquirir papeles para mantenerlos hasta su madurez, lo cual ha originado ajustes contables al vencimiento de las inversiones por las diferencias que se presentan entre el valor del mercado y el valor facial de los títulos, pudiendo simplemente valorarlos al costo amortizado y no a precios de mercado; por esto es importante distinguir el objetivo de los portafolios, ya que no es lo mismo conformar un portafolio para un fondo común ordinario –de recursos a la vista– que para un fondo de pensiones o una compañía de seguros con recursos de largo plazo.

En este punto vale la pena evaluar la reglamentación establecida por la Security Exchange Commission de los Estados Unidos, la cual establece una clasificación de títulos dependiendo del objetivo que pretenda el inversionista; es decir, clasifica las inversiones en:

- Inversiones hasta su madurez
- Inversiones para la venta
- Inversiones para negociar

El tratamiento que se les da a las inversiones hasta su madurez es el de costo amortizado.

- La aplicación de la norma generó distribución de rendimientos inequitativos en algunos fondos; en el caso de los fondos comunes y en los de pensiones se observa que prefieren invertir a corto plazo con el fin de eliminar el riesgo de distribuir rendimientos mayores o menores de lo que realmente corresponde.
- Ha generado ineficiencias en el sistema de modalidad de pago de los intereses requeridos por el inversionista. Algunos de éstos, por ajustarse

a la reglamentación y evitar distorsiones en el manejo de los rendimientos solicitan modalidades de pago más cómodas para su administración, creando de paso dificultades en la negociación de los títulos y una carga operativa mayor.

Por esto se considera que la Resolución 200 requiere algunos ajustes y además porque:

- No existe información suficiente y adecuada en el mercado que garantice una verdadera competitividad de los emisores y razonabilidad del inversionista frente a las condiciones de solvencia de emisores y su estructura de precios.
- No hay instrumentos suficientes a través de los cuales los administradores de portafolios puedan cubrir riesgos de variación de tasas de interés, variaciones de tipo de cambio u otros que normalmente son de permanente utilización en los mercados desarrollados.
- No se posee la tecnología y el desarrollo que los mercados estructurados requieren en la administración de portafolios.

Si bien es cierto que la reforma financiera estableció los lineamientos para el desarrollo de la multibanca y permitió la entrada de nuevos intermediarios al sistema, ayudando al mercado a experimentar notables cambios que le han permitido movilizar importantes volúmenes de dinero, y a mejorar la tecnología informática en forma sustancial, no es menos importante reconocer que aún se tienen serias deficiencias en el manejo técnico del mercado. La prueba de ello es que Colombia no ha desarrollado suficientemente su depósito central de valores, algo fundamental en este proceso.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, se presentan a consideración algunos puntos que podrían producir un mejor impacto en el mercado:

1. Permitir que las instituciones puedan clasificar en un grupo especial aquellas inversiones que desean mantener hasta su madurez, donde su

valoración se efectúe por el método del costo amortizado; este grupo se denominaría simplemente «inversiones tenidas hasta su madurez», con lo que se lograrían los siguientes objetivos:

- a) Estimular al inversionista de largo plazo a invertir en este tipo de papeles.
 - b) Promover la emisión de papeles de largo plazo por parte de emisores que saben que van a encontrar demanda para los mismos.
 - c) Evitar los ajustes contables por efectos de la valoración a precios de mercado que, como se dijo, generan demasiado ruido en el mercado.
2. Fomentar el desarrollo de instrumentos de cobertura con reglamentaciones que permitan la protección de los portafolios contra los diversos riesgos.

Hay algunos otros aspectos que no corresponden propiamente a la Resolución 200/95, pero que contribuirían en forma sustancial a que los mercados tuvieran un mejor desarrollo, entre los que se pueden mencionar:

- El fortalecimiento de los mercados secundarios por la vía del *market maker* y de fondos especiales creados por las autoridades con el fin de dar liquidez a los diferentes títulos que se negocian en el sistema, con un buen grado de flexibilidad.
- Continuar el proceso de reducción de los niveles de encaje del sistema, con lo cual se podría lograr un mayor tamaño del mercado.

Todo esto sin perder de vista que el desarrollo de los mercados es un esfuerzo conjunto en donde participan reguladores, regulados y demás agentes que, con su cooperación, propenderían a la creación de verdaderos índices de precios.

Este libro se terminó de imprimir
en el taller de artes gráficas
de la Asobancaria
en agosto de 1996
Santafé de Bogotá, D.C.
Colombia