

II CONGRESO NACIONAL DE TESORERIA
CARTAGENA DE INDIAS MARZO 13-14 DE 1997

Las tesorerías en Colombia:
nuevas reglas
y nuevos mercados



ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA

ASOBANCARIA

LAS TESORERÍAS EN COLOMBIA: NUEVAS REGLAS Y NUEVOS MERCADOS

Julio de 1997

ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA, ASOBANCARIA

Presidente

César González Muñoz

Vicepresidente

Germán Camacho Alvarez

Gerente de Análisis Económico

Hernán Avendaño Cruz

Gerente de Información

María Constanza Mejía Meneses

Coordinadora de Publicaciones

María Alejandra Guerrero

© Asobancaria

ISBN 958-9040-44-6

Edición

Asociación Bancaria y de Entidades
Financieras de Colombia, Asobancaria

Compilación

Germán Camacho Alvarez

Diseño e impresión

Artes gráficas Asobancaria

Cra. 9ª N° 74-08 Piso 9º Tel. 211 4811 Ext. 440

Fax: 211 9915 - 217 5594

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

CONTENIDO

Presentación	7
Sesión de instalación	
<i>Jaime Castañeda</i>	<i>11</i>
<i>Mauricio Acosta Cruz.....</i>	<i>17</i>
<i>César González Muñoz</i>	<i>23</i>
Conformación de un mercado de deuda pública	
<i>Clemente del Valle</i>	<i>29</i>
Coyuntura reciente y perspectivas del mercado cambiario	
<i>Alberto Carrasquilla</i>	<i>47</i>
Perspectivas macroeconómicas y de coyuntura colombiana	
<i>Hernando José Gómez.....</i>	<i>67</i>
Política monetaria con TES: la transición a 1999	
<i>Mónica Aparicio</i>	<i>89</i>
El <i>market making</i> de deuda pública en Argentina. Evaluación del primer año de funcionamiento	
<i>José Oscar Fernández.....</i>	<i>117</i>

Productos derivados en el mercado bursátil	
<i>Andrés Uribe</i>	135
<i>Héctor Chávez</i>	147
El nuevo marco de regulación y supervisión del sector financiero	
<i>María Luisa Chiappe de Villa</i>	161
Hacia una nueva regulación y supervisión del sector financiero: perspectiva de la Asobancaria	
<i>César González Muñoz</i>	181
Discriminación de los riesgos crediticios de tesorería: perspectiva de la banca internacional	
<i>Andrew Willans</i>	193
Discrepancias entre las administraciones financiera y contable de un portafolio	
<i>Luis Gabriel Jaramillo</i>	215
Metodologías de valoración del riesgo: una aplicación a forwards cambiarios y mercado de dinero	
<i>Ismael González</i>	237
Foro de clausura: Retención en la fuente sobre títulos de renta fija	
<i>Beatriz Arbeláez</i>	263
<i>Pablo Trujillo</i>	273
<i>Luis Fernando Uribe Restrepo</i>	285
<i>Santiago Perdomo</i>	295

PRESENTACIÓN

El éxito del II Congreso Nacional de Tesorería no hizo más que confirmar los logros del anterior. Con el Congreso, las tesorerías han creado un espacio permanente para la discusión académica, para el análisis de las principales tendencias de los mercados y para el intercambio de opiniones sobre los nuevos desarrollos del dinámico mercado interbancario. Hay que aplaudir una vez más la idea del Comité de Tesorería de la Asobancaria en Moneda Legal, de promover el Congreso; a ella se ha sumado, con igual entusiasmo, el nuevo Comité de Tesorería en Moneda Extranjera.

El papel central del Congreso corrió por cuenta de los nuevos mercados que se desarrollarán en el próximo futuro; el mercado de títulos de deuda pública, que arranca en firme en Colombia durante el presente año, acaparó parte importante del debate académico. En igual forma, el mercado de derivados con índices bursátiles atrajo la atención. No podían faltar los temas del diario trajinar de las tesorerías, como son el manejo del riesgo y los efectos de la valoración de portafolios.

Hoy en día, cuando se estrechan los nexos y las mutuas causalidades entre el funcionamiento de las tesorerías y la efectividad de la política económica, son más relevantes los temas de la coyuntura macroeconómica. El manejo de las tesorerías se torna complejo cuando el país se enfrenta a serios problemas en su dinámica de crecimiento, en un desempleo en constante aumento y unas fuertes tendencias a la revaluación; de ahí la importancia de las conferencias sobre estos tópicos.

Finalmente, los ajustes en el marco normativo del sector financiero sentarán las bases definitivas para el entorno crecientemente competitivo en que se desarrolla hoy en día el mercado entre las tesorerías. En este campo, el Congreso permitió a los tesoreros conocer de primera mano las ideas de la superintendente bancaria y del presidente de la Asobancaria.

Para la Asobancaria es satisfactorio saber que continúa convocando con éxito a funcionarios del sector, del gobierno y académicos, para discutir con altura temas de vital importancia en la actividad financiera. El Congreso de Tesoreros del país es actualmente uno de los foros de mayor reconocimiento en los mencionados círculos. Nuestro compromiso es seguir convocándolo en los próximos años.

Jaime Castañeda
Presidente del Comité de Tesorería
Moneda Extranjera

SESIÓN DE INSTALACIÓN

En nombre de la Asobancaria, del Comité de Tesorería Moneda Legal y del Comité de Tesorería Moneda Extranjera, quiero agradecer a todos su presencia en Cartagena durante estos dos días. Vale la pena resaltar la importancia del congreso porque es la segunda vez que se hace y ha adquirido una importancia significativa entre los eventos a los cuales asistimos.

Ustedes se preguntarán por qué la creación de un comité de tesorería en moneda extranjera. En años anteriores se creó el comité técnico de tesorería en moneda legal, pero no había un comité que pudiera ayudar a que el mercado cambiario se profundizara un poco más. Había cierto sector en una especie de limbo porque no existía un comité que protegiera los intereses de las empresas del sector real y de las instituciones financieras en esta materia.

Quiero comentarles sobre el porqué de la creación de este comité, en agosto de 1996, que fue fundamental para nosotros. La tesorería en moneda extranjera, como consecuencia de la apertura económica, tuvo una modificación muy grande. La apertura económica generó la aparición de nuevos mercados, no solamente de los de las empresas colombianas, sino también la del mercado financiero como tal; con ella llegó una gama de productos y servicios que en Colombia era impensable ofrecer en el pasado. Como consecuencia de todo esto, la tesorería en moneda extranjera tuvo una modificación muy grande.

El mercado cambiario comenzó incipientemente en 1991, con la libertad cambiaria. Mucha gente que no estaba involucrada en el manejo de tesorería en moneda extranjera no tomaba esto como algo importante. Sin embargo, en ese año se dio un paso grande en cuanto al enfoque y a la variación de las estructuras de los diferentes departamentos de tesorería, tanto de empresas del sector real como de firmas del sector financiero.

El precario conocimiento de la operatividad del mercado dio como resultado una altísima volatilidad, lo cual hizo que las operaciones se cerraran con dificultad, pues las personas que querían ir a este mercado muchas veces no encontraban la liquidez que querían obtener para sus productos. Además, cuando comenzó el mercado de divisas en Colombia el marco regulatorio fue muy restrictivo y no permitía la libertad que sí había en otros países como Chile, Argentina u otros modelos que se tomaron como muestra para el caso colombiano.

Es así como las entidades financieras empezaron a ser intermediarias del mercado cambiario; reto muy grande para todos. En 1993 se inició el desarrollo de los mercados derivados en Colombia. Obviamente, con la libertad cambiaria en 1991, la economía –y en especial la tasa de cambio– fluctuó de acuerdo con las fuerzas de la oferta y demanda del mercado, lo que produjo que las empresas multinacionales y los bancos internacionales comenzaran a hacer ese tipo de operaciones; gracias a ellos, en parte, surgió este mercado. En 1993 se empezó a presentar también el desmonte del límite máximo a la posición propia, lastre que traían las instituciones financieras y que representaba un costo muy alto para todos.

Muchas instituciones comenzaron a crear áreas especializadas para el manejo de tesorería en moneda extranjera, a consecuencia de lo cual proliferaron las mesas de dinero, que actualmente subsisten. Estas cogieron tal fuerza que en muchas instituciones casi absorben a las mesas de moneda legal, por su importancia y por la fuente de ingresos que representaban.

El volumen creciente de este tipo de operaciones provocó el desarrollo del mercado, y el perfeccionamiento de los sistemas transaccionales ayudó a una mayor profundización financiera en este tipo de operaciones.

Dejando a un lado la evolución del sistema, se ven unas perspectivas de este mercado algo significativas. Por ejemplo, los modelos económicos colombianos ya no se mueven únicamente al son de la oferta y la demanda, o sólo por aspectos económicos, como ocurría en años pasados, sino también por muchos otros factores que los profesionales del mercado están aprendiendo a manejar; algo positivo es que con toda la competencia que hay el volumen de las operaciones en moneda extranjera está creciendo en el país de una forma significativa, y mal que bien cualquier empresa colombiana en este momento tiene un riesgo cambiario y un riesgo latente en el mercado. Todos sabemos que el mercado es altamente especulativo y así seguirá. La especulación en este mercado no es un término muy agradable para muchas personas, pero para quienes se mueven en ese campo es la base de muchas operaciones.

La globalización de las operaciones –en moneda legal y extranjera– va a ser un paso fundamental. Si bien en este momento muchas instituciones internacionales manejan sus tesorerías unificadamente, tanto en pesos como en divisas, todavía hay muchas empresas de los sectores real y financiero que no lo hacen. Con todo, se aspira llegar a un manejo global de las tesorerías en el que va a ser indiferente que una persona trabaje con pesos o divisas.

Hay que destacar, sobre todo, la profesionalización financiera. Hace cinco o seis años, cuando comenzó este mercado que para todos era completamente nuevo, lo manejaban personas inexpertas; en cambio hoy en día nos enfrentamos a un mercado mucho más profesional y estandarizado.

El esquema financiero del gobierno va a desempeñar un papel preponderante dentro de este esquema de tesorería en moneda extranjera que viene, por lo cual se considera que la conformación de un comité de tesorería en moneda extranjera es muy importante. Por todos los factores anteriormente mencionados se piensa que hay una serie de intereses, no sólo de empresas de los sectores real y financiero, sino también del gobierno y del Banco de la República para darle una profundización real al mercado.

El comité de tesorería en moneda extranjera nació en 1996 por la necesidad de crear un grupo de trabajo que solucionara los principales problemas de las tesorerías en moneda extranjera, e interpretara y asimilara en

una forma clara las normas que afectan el desempeño de las tesorerías. Con este propósito se pretende trabajar con las autoridades económicas para lograr el desarrollo del mercado, que es el objetivo de todos en este momento. La idea es homogeneizar las normas que rigen las operaciones cambiarias, para poder alcanzar un mayor desarrollo dentro del mismo mercado.

En cuanto al programa de especialización en manejo de tesorería, éste constituye una buena herramienta que ayudará a capacitar al personal, no solamente desde el punto de vista financiero sino, también, desde el punto de vista de las empresas del sector real, pues muchas veces hay dificultades para conformar un equipo humano que esté plenamente capacitado para manejar este tipo de operaciones. En ocasiones se encuentra que en las tesorerías una empresa puede tener mucha experiencia en el manejo de pesos y mercado de valores colombianos, pero que desconoce completamente lo concerniente a los mercados internacionales. Por esta razón se pretende que las personas que trabajan con este tipo de operaciones se vuelvan universales y manejen en un solo concepto ambas tesorerías.

Hay que superar las deficiencias que el mercado laboral ofrece en esta materia. Por ejemplo, encontrar una persona con experiencia en ambos mercados, que pueda soportar la responsabilidad de manejar una tesorería, es bien difícil, por lo cual la rotación de personal que se tiene actualmente en las tesorerías es alta. Se busca entonces reducir esta volatilidad y crear un programa de especialización, casi a nivel de universidad, para que todos puedan participar y beneficiarse de él.

El programa consta de tres módulos: el módulo básico, el módulo de tesorería en moneda legal y el módulo de tesorería en moneda extranjera. En este último se estudian el marco regulatorio del mercado cambiario, la introducción al comercio exterior y los principales productos que se manejan actualmente en las tesorerías, así como los aspectos jurídicos, normas cambiarias y sistemas transaccionales que se puedan ofrecer en el mercado.

Mauricio Acosta Cruz
Presidente del Comité de Tesorería
Moneda Legal

Los mercados monetario y cambiario han tenido notorias modificaciones en los últimos años, que apuntan hacia su profundización y modernización. Son cada vez más estrechas las interrelaciones de estos mercados con la política monetaria y cambiaria, con los mercados de valores y con los mercados internacionales; de ahí que todos los temas relacionados con el desarrollo de productos, modificaciones en la regulación, experiencias de otros países latinoamericanos, susciten debates de gran interés.

En los últimos años se ha expedido una serie de normas que tendrá gran impacto en la senda que seguirán los mercados. Sin duda, el diario vivir de las tesorerías estará signado por lo que ocurra con el proceso de conformación del mercado de títulos de deuda, la evolución de los mercados derivados, la estructuración de un mercado mostrador, la implantación de sistemas electrónicos de transacciones, el fortalecimiento de los depósitos de valores, la adecuación de los métodos de valoración de inversiones a precios de mercado, etcétera.

Varios de estos aspectos conforman la agenda que Asobancaria ha elaborado para el II Congreso Nacional de Tesorería, cuyo escenario resulta propicio para la discusión constructiva. Además, la presencia de profesionales que, directa o indirectamente, están relacionados con las decisiones de la tesorería y de importantes funcionarios públicos, asegura el éxito del congreso.

Gestión de los comités

Durante 1995 y 1996 los comités de tesorería se centraron principalmente en trabajar con los organismos de control en la creación y desarrollo de herramientas gerenciales para el manejo de tesorerías.

Se discutieron, entre otros, temas como:

- *Resolución 200*. Sobre esto se llevaron a cabo varias reuniones y se continúa trabajando para desarrollar algunos aspectos complementarios y alternativos de valoración.
- *Evaluación de activos y pasivos*. Se realizaron tres talleres, en el último de los cuales se discutieron los resultados con la Superintendencia Bancaria.
- *Operaciones del mercado mostrador y sistemas electrónicos de transacciones*. Este tema se trató junto con la Superintendencia de Valores.
- *Esquema de financiación de deuda interna*. Al respecto, se presentaron sugerencias a Crédito Público.

En el período 1995 - 1996 se desarrollaron herramientas que hay que utilizar para los retos futuros. Estos retos pueden resumirse en dos: la competencia que trae la entrada de nuevos inversionistas extranjeros y los requerimientos que exige el nuevo esquema de financiación del gobierno.

El trabajo que se desarrollará estará orientado a la utilización de las herramientas que han facilitado las entidades regulatorias y de control, como herramientas de gestión gerencial y no como reportes sin ningún sentido. Para esto se implementó un programa de capacitación con el objeto de formar profesionales integrales en el manejo de tesorerías.

Programa de capacitación

El curso consta de un módulo básico, un módulo sobre tesorería moneda legal y otro sobre moneda extranjera.

En el primero se incluyen temas como la historia y estructura del sistema financiero, los conceptos y las relaciones macroeconómicas fundamentales, matemáticas financieras, lavado de activos y ética del taller.

En el segundo módulo se hablará sobre títulos valores, marco jurídico, depósitos centralizados de valores, aspectos tributarios, talleres prácticos, operaciones y productos de tesorería, mercado de deuda pública, bolsas de valores, mercado mostrador, Resolución 200, manejo de riesgos de tesorería y manejo de portafolios.

Finalmente, agradezco a los miembros del Comité de Tesorería, a los funcionarios de Asobancaria, de la Superintendencia Bancaria, de la Superintendencia de Valores, de Crédito Público y del Banco de la República, quienes colaboraron durante todo el año para hacer posible la realización del II Congreso Nacional de Tesorería.

César González Muñoz
Presidente de la Asobancaria

Mis cortas palabras en esta ocasión se circunscriben a terminar la sesión de instalación con una nota de alto optimismo, para dar comienzo al resto de las reuniones. Este congreso marca, sin duda, un gran éxito de la organización gremial de la Asociación Bancaria y señala claramente que esta institución nuestra, representante del sector financiero, es muy viva y dinámica.

Esta reunión es el resultado del esfuerzo, de la actitud y del espíritu de la gente que trabaja en los comités de tesorería de la Asociación, los cuales son de los mejores organismos gremiales nuestros; reflejan un enorme interés, una creciente competencia profesional, y reflejan también una fuerza viva fundamental en el sistema financiero. Los tesoreros en moneda legal y en moneda extranjera del sistema financiero, hoy por hoy, pertenecen a la punta de lanza tecnológica y procedimental de pensamiento y conceptual del sector.

La administración de la Asociación Bancaria está muy agradecida con el trabajo de los comités de tesorería y de sus presidentes, y esperamos que ellos estén satisfechos con el trabajo de la administración de la Asociación. Naturalmente debo agradecer también a los compañeros de la administración, a los economistas y demás funcionarios, porque creo que también ellos han cumplido un papel muy importante en todo este proceso.

Seguramente después de este congreso vendrán muchos otros, y esperamos que ello sea quizás un evento permanente, perteneciente a los más

altos niveles técnicos del sector financiero en este país. Indudablemente los desafíos de los tesoreros y de los manejadores financieros del sistema son tremendos; hay grandes y nuevas incertidumbres, provocadas por un ambiente positivo, generalmente. La liberalización, la apertura, los nuevos retos regulatorios son hechos positivos y generan tremendas dificultades de corto plazo en el manejo de las entidades financieras. Estoy absolutamente seguro, y esta reunión así lo refleja, de que el sector financiero va a responder con toda fuerza y con toda dinámica a semejantes desafíos que se están produciendo en este momento y que, sin duda alguna, en el corto plazo van a pertenecer al mundo rutinario del sistema financiero.

Esperamos que la administración de la Asociación Bancaria pueda seguir en su condición de secretario técnico de los comités, desempeñando con toda competencia el papel que le corresponde. Pero, sin duda alguna, como decía al comienzo, esta reunión de instalación debe terminar en una altísima nota de optimismo y de agradecimiento a quienes la han hecho posible y, obviamente, a todos los aquí presentes.

Por último, quiero agradecer a esta organización hotelera que nos ha facilitado sus instalaciones, aún sin terminarlas totalmente, pero quisieron prestarle el servicio a la Asociación Bancaria. Probablemente para muchos de nosotros este salón va a convertirse en un sitio muy familiar y rutinario.

CONFORMACIÓN DE UN MERCADO
DE DEUDA PÚBLICA

Clemente del Valle
Director de Crédito Público

En este trabajo se va a hablar de las primeras etapas del sistema de creación de mercado; es decir, de una realidad, no de un proyecto. Sin embargo, como cualquier reto de creación de un nuevo mercado, se están dando los primeros pasos para afrontarlo y para empezar a ser conscientes de lo que esto significa; es decir, los retos no solamente para el gobierno y para el Banco de la República como administrador, como emisor y como regulador de la política macroeconómica, sino también el que tienen los agentes del mercado: desarrollar este muy importante mercado de deuda.

Básicamente se tratarán los siguientes puntos:

- Breve repaso de las acciones concretas que se han tomado por parte del gobierno y del Banco de la República, para iniciar este esquema de creadores de mercado.
- Reflexiones sobre el tema de la liquidez y la estabilidad, uno de los aportes más importantes para todo el esquema de creación de mercado.
- Reflexiones sobre cuál es su misión en la formación de mercado de deuda.

Acciones para iniciar el esquema de creadores de mercado

El 3 de marzo se inició la primera selección de aspirantes a creadores de mercado. Para esto se diseñó una metodología abierta, y no una que produjera la sensación de que el gobierno estaba tratando de seleccionar a dedo a los amigos; en esta etapa se buscaron un mecanismo y una forma de permitir que, por la vía de los méritos y el trabajo, se pudieran escoger estas entidades.

Como primer paso se preseleccionó un grupo de entidades que cumplieran con los requisitos básicos. La parte más importante del proceso viene hacia adelante, es decir, que aquellas entidades que demuestren su convicción, su decisión de invertir no sólo en recursos humanos sino, también, en recursos financieros en este proyecto, sean las que eventualmente se consagren como creadoras de mercado. Estoy convencido de que los beneficios y resultados de esta inversión se van a pagar con creces, tanto para quienes participen directamente como para el país.

En términos de acciones concretas sobre el manejo mismo de las subastas, la Dirección de Crédito Público se ajustó a la política según la cual el gobierno debe alejarse poco a poco de su política de intervención en la medida en que se desarrolle el mercado. Este es un proceso combinado y simultáneo. El gobierno ya ha empezado a mantenerse en el mercado, aun en períodos de alta volatilidad de las tasas.

En el cuadro 1 se observa la evolución en las subastas de TES de un año y cómo el gobierno ha permitido una significativa variabilidad, en algunos casos hasta de 60 puntos básicos, lo cual demuestra su convicción y su decisión de asumir un costo en esta inversión, esto es, de desarrollar un mercado.

Posteriormente se estableció un ranking, como parte fundamental de la evaluación que se hará a los aspirantes a creadores de mercado durante este año, para poder llegar a la lista final de creadores de mercado. Con esto se busca precisamente poder tener unos criterios objetivos que, de alguna forma, estimulen los elementos que buscan desarrollar los aspectos más importantes del mercado de deuda pública.

Cuadro 1
Acciones de las autoridades públicas
(TES de un año)

Fecha		Monto	Tasa (%)
Enero	9	19.191	25,80
	16	19.489	25,19
	30	19.294	25,00
Febrero	6	9.748	25,00
	13	9.706	25,00
	20	4.500	25,50
	27	9.623	25,00
Marzo	6	14.385	25,60
Total		105.935	25,28 (promedio)

Fuente: Dirección General de Crédito Público.

El ranking de mercado primario mide a quienes se les adjudican ofertas y a quienes logran entendimiento claro del mercado, es decir, aquellas entidades que realmente están cerca de la tasa de corte. Por eso se introdujo el concepto de ofertas competitivas y se le está dando un 30% de reconocimiento dentro de la calificación para la participación en este mercado.

Con esto se pretende que los aspirantes a creadores de mercado empiecen a ajustar su capacidad de leer el mercado y de poder mantenerse dentro de él. También es claro que estar cerca del mercado no es situarse 40 o 50 puntos base sobre el precio de adjudicación, sino es algo que, como lo establece la fórmula, premia a quienes están entre los cinco y los diez puntos básicos del precio al que fue adjudicada la oferta, distinguiendo que en plazos más cortos –en particular, el plazo de un año– la volatilidad es más alta y, por lo tanto, la precisión es más difícil. Por eso se diferencia ese rango en diez puntos para un año y de cinco puntos básicos para más de un año.

En el caso del mercado secundario, que es el factor fundamental que se pretende desarrollar, éste va a tener la ponderación más importante dentro del ranking, cerca de un 55% de la calificación, mientras que el merca-

do primario va a constituir el 45% del ranking total, aunque esto va a evolucionar en el tiempo.

En esta primera fase, para poder llegar a la selección de los creadores de mercado, se comienza con esta estructura. En el mercado secundario se “ranquea” a quienes realmente participen en la parte de compras y ventas, y en la medida en que entre a funcionar el sistema electrónico, en el segundo semestre de este año, se podrá ser mucho más precisos en la calificación de la actividad en el mercado secundario, premiando a quien esté dando precios más que a quien esté tomando precios en el mercado.

En este momento, dadas las limitaciones del sistema electrónico, sólo hay que utilizar información de volumen y de precio. Posteriormente se calificarán, tanto las posiciones activas y pasivas en el mercado, como su regularidad, permanencia y precisión en las cotizaciones en puntas en compra y venta.

Por otra parte, en los próximos días saldrá una circular del Banco de la República en la que se harán algunos ajustes al marco de las subastas, incluyendo dentro de esto el concepto de las segundas vueltas. Las segundas vueltas son uno de los beneficios que tienen los creadores de mercado, como por ejemplo la posibilidad de que en períodos de exceso de demanda haya acceso en forma no competitiva a una cantidad adicional de papel, en las condiciones de la subasta del día anterior.

En el contexto de los beneficios a los aspirantes a creadores de mercado, esta semana se llevaron a cabo las primeras reuniones con estos agentes, en las cuales se busca obtener un valor agregado importante para las dos partes, y no simplemente que el gobierno informe, cuente y aclare lo que está sucediendo en los campos macro, financiero, fiscal, cambiario; es decir, se requiere también la participación activa de los agentes del otro lado. Considerando que estas son reuniones bilaterales, hay que venir preparados para que el proceso sea beneficioso para lado y lado, en términos de mejorar la precisión y el entendimiento de lo que está sucediendo en el mercado. Como esto requiere preparación, se insiste en la necesidad de invertir en recursos humanos, en el fortalecimiento de las capacidades de las instituciones, de modo tal que estas reuniones sean profesionales y todos queden satisfechos con el intercambio de opiniones. Por lo anterior,

vamos a ser exigentes y rigurosos para definir quiénes deben participar en estas reuniones y en qué forma deben hacerlo.

También se han puntualizado los participantes en las subastas. Aquí la política es que sólo pueden hacerlo los agentes intermediarios del mercado, restringiendo las subastas exclusivamente a corporaciones financieras, bancos y corredores de bolsa, que tienen la función de proveer liquidez al mercado para que los inversionistas se puedan beneficiar de un mercado más desarrollado.

En cuanto a las adecuaciones en materia de información al sistema Sebra, se va a utilizar el DCV como una fuente importante para registrar las transacciones del mercado secundario, ya que hasta ahora la información está limitada al mercado primario. Como se requiere proveer información sobre el mercado secundario, se están haciendo algunas adecuaciones del software para el sistema, con el fin de que el gobierno y el Banco de la República puedan conocer lo que está sucediendo en este mercado.

El Banco de la República publicará los datos sobre las ofertas competitivas. Adicionalmente, dará información de las operaciones efectuadas por los agentes que están afinando sus capacidades para estar dentro del mercado. Esta información corresponde a la evolución del mercado secundario realizado por fuera de bolsa.

El banco está trabajando para montar el sistema electrónico de transacciones y tiene el compromiso, frente al mercado y frente al gobierno de que en agosto de este año tendrá el sistema en operación. En forma autónoma ha ofrecido su convicción e interés de que éste sea un sistema abierto y que otros sistemas puedan ser compatibles y puedan participar. Por eso también se ha comprometido a darle unas señales claras al mercado sobre cuáles son los requisitos de acceso de otros sistemas al sistema del banco.

La liquidez y su estabilidad

La liquidez y su estabilidad es el reto más importante que tenemos todos: el gobierno, el Banco de la República y los agentes, para que este mercado se pueda desarrollar. El corazón de este proceso está en transmitir a los

inversionistas la idea de certidumbre, de que poseer un título de más de un año no es un castigo y de que un título de largo plazo tiene el mismo nivel de liquidez. Es acá donde se va a dar el cambio estructural de preferencias. Por eso el reto consiste en poder crear un mercado líquido para este tipo de instrumentos, de tal forma que los inversionistas no tengan que seguir recurriendo a instrumentos de muy baja madurez buscando esa liquidez.

Existen dos niveles de liquidez en los cuales se debe hacer el análisis: el primero, el macroeconómico, que proviene de esa interacción entre oferta y demanda de dinero, y el segundo, a nivel del mercado de deuda pública.

La misión y el compromiso del gobierno son trabajar para asegurar y para mejorar esa estabilidad del primer nivel, así como en la promoción y en el incremento de la liquidez en el mercado de deuda pública.

La estrategia tiene tres campos donde se está actuando:

- En el campo regulatorio es vital dar transparencia al mercado en materia tributaria. Son importantes los avances que se hagan en este campo, al igual que la posibilidad de introducir nuevos productos que favorezcan y promuevan más estabilidad y permanente liquidez al sistema.
- En el campo macroeconómico es fundamental que las variables fiscales y monetarias provean un entorno de mayor predictibilidad y mayor estabilidad.
- A nivel microeconómico es importante que se fomente un mejor desempeño de las entidades que se especializan en este tema; es aquí, en particular, donde está el gran reto de los creadores, de los aspirantes, en el desarrollo de este mercado.

El tema de la retención generó bastante incertidumbre al principio. A este respecto, el trabajo que se efectúa con los comités de tesorería de la Asobancaria ha sido muy beneficioso porque le ha enseñado al gobierno sobre la trascendencia que implica el hecho de que este sistema sea transparente y operativo. No hay que entrar en detalles, pero se sabe que hubo impor-

tantes aportes para garantizar que esta decisión fuera viable y no distorsionadora del mercado; y esto se verá con la expedición de las modificaciones al sistema de autorretención.

En cuanto a los instrumentos, se está presionando a los agentes reguladores para tener rápidamente la normatividad que dé flexibilidad a algunas de las limitaciones existentes, por ejemplo, en el campo de los repos, sobre el patrimonio técnico y, además, que se reglamente y se dé transparencia total a la actividad de ventas en corto.

En el campo macroeconómico el gobierno debe cumplir ajustándose a sus metas fiscales. Es importante que el gobierno contribuya a bajar las presiones de apreciación tomando la decisión de reducir en forma significativa el endeudamiento público externo. La mitad de ese recorte proviene del gobierno central y será sustituida en parte por emisiones de TES. Con relación a otras entidades, se busca desplazar la ejecución de proyectos para bajarle presión a la tasa de cambio por la vía de crédito externo y recircular unos recursos que iban a ser utilizados para prepagar deuda y no a través de la sustitución frente al mercado interno. En resumen, esos recursos que ya estaban en el sistema se pueden reutilizar con el fin de evitar que otras entidades continúen saliendo a los mercados internacionales para traer divisas al país.

En cuanto a tesorería, se está trabajando en dos campos. En primer lugar, se está revisando la manera de mejorar la regularidad y, de alguna forma, evitar los "picos" en los pagos de la tesorería. La tesorería es un factor muy importante en la liquidez y la estabilidad del mercado. Por eso debe ayudar a normalizar los pagos, tratar de evitar esos picos que se presentan, ocasionalmente, por la misma estructura de pagos. En segundo lugar, hay cosas que se presentan por ley y no pueden modificarse, como es el caso de las transferencias a los municipios.

No obstante, existen áreas donde el gobierno sí puede trabajar para ayudar a compensar algunos picos que se crean, como en el caso concreto de los pagos de deuda interna. Se está estudiando la posibilidad de definir las fechas que se establecen para las emisiones y ahora, mediante la fungibilidad de los papeles, tratar de que las fechas de los pagos de esas emisiones coincidan no con los meses en que se hacen las transferencias, sino

con los meses diferentes, de forma tal que se ayude a normalizar la estructura de pagos.

Hay que empezar a utilizar los instrumentos de corto plazo –papeles de corto plazo– precisamente para no presionar, en el caso de las emisiones de TES, los meses donde hay pagos muy grandes, no obstante, los componentes y los montos difíciles de determinar; por lo tanto, se busca utilizar instrumentos de corto plazo para que la entrada a los mercados, sobre todo al mercado de largo plazo, sea muchísimo más uniforme y estable. Entonces, los instrumentos de corto plazo serán para “puentear” esos picos.

Continuando con el campo macroeconómico y financiero del gobierno, es importante ajustarse y mantenerse dentro de las metas de emisiones de mercado de TES interno, pero también es vital resaltar las emisiones netas. Por lo general, cuando se habla de \$5,6 billones de emisiones, hay que mirar esta cifra dentro del contexto del componente neto de esta financiación, considerando la corta duración y la corta vida promedio de la deuda interna. Eso hace que una buena parte de la financiación por año sea simplemente una refinanciación de obligaciones que se vencen cada año.

Un aspecto que hay que destacar es que las colocaciones netas no son de las dimensiones que las personas a veces piensan, sino de niveles mucho más bajos, precisamente por el manejo de los volúmenes de corto plazo, el cual se traduce en el peso que tienen las emisiones de un año sobre el componente total de emisiones y en la estructura vencimientos de la deuda interna del gobierno.

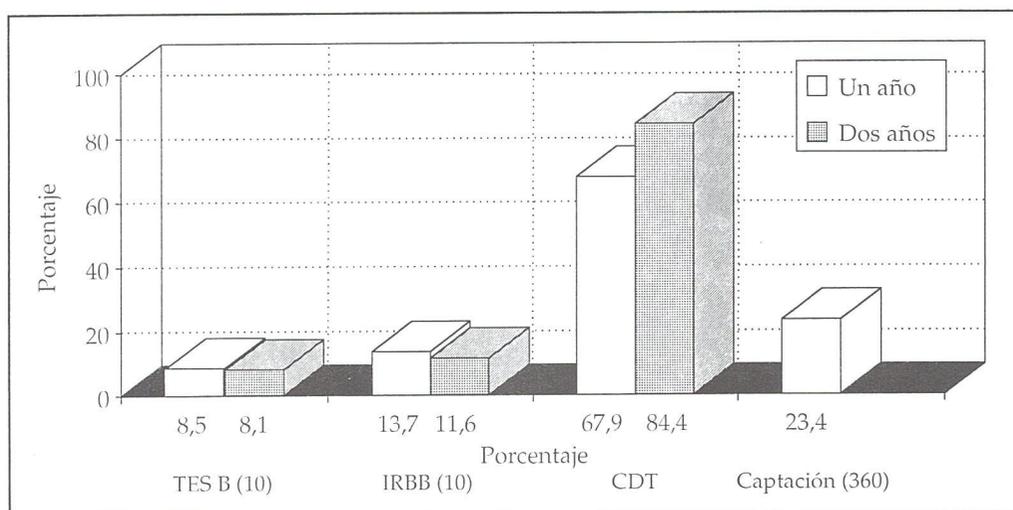
Por otra parte, se mencionó la voluntad del gobierno para seguir controlando y manteniendo estables hasta cierto punto los flujos de divisas por la vía de endeudamiento externo, pero también la decisión que no está vinculada en absoluto al tema de la emergencia económica.

El gobierno lanzó una medida al principio del año para coordinar la gestión de operaciones de divisas de las entidades, sobre todo de las de orden nacional que manejan divisas (Telecom, Ecopetrol, entre otras), y para tratar de buscar un ordenamiento en los flujos de divisas en el tiempo. Además, se quiso dar mayor estabilidad y regularidad al manejo de esos

flujos y facilitar que la gestión del Banco de la República, por el lado de operaciones de mercado abierto, evitara movimientos bruscos de la liquidez del sistema.

La junta directiva del Banco de la República hace poco tomó medidas sobre el tema de la banda, tratando de reducir la amplitud y buscando también apoyar la baja a las tasas, para ayudar a evitar la enorme volatilidad de las mismas.

Gráfico 1
Volatilidad de TES, IRBB, captación 360 días
y CDT uno y dos años



Fuente: Dirección General de Crédito Público.

En el gráfico 1 se ve que los títulos de tesorería son los instrumentos con menor volatilidad en el sistema. Este es un factor donde todavía hay que seguir trabajando. Una de las labores más importantes del trabajo de cotizar en puntas, de tener unos *spreads* que cada vez se aprieten más, es precisamente fomentar los instrumentos que den estabilidad en el mercado secundario a las operaciones del Tesoro. Esa es la percepción que tiene el inversionista, que los TES son los títulos de mayor liquidez y de menor volatilidad en el sistema. Lo anterior hará que el mercado de capitales tome la importancia y el tamaño que debe tener en una economía como la colombiana.

Misión de los aspirantes de creadores de mercado en la formación de mercado de deuda

Pasemos al campo donde está el reto de los agentes financieros y de sus tesorerías. Cuando se observa el mercado de deuda pública, hay una serie de aspectos que permiten distinguir qué es un mercado líquido y qué no lo es. Mientras más amplios sean los *spreads* entre compra y venta, mayor es la percepción del costo asociado en deshacer posiciones para las instituciones; de lo anterior surge la importancia de trabajar en la reducción de los *spreads* entre compra y venta, porque es el factor fundamental donde se genera la percepción del costo inherente en deshacer posiciones. Esto es determinante para las decisiones que toma un inversionista o cualquier agente en el mercado.

Hay que trabajar en la profundización del mercado. A medida que el gobierno desmonta sus inversiones convenidas y forzosas, y aumenta el volumen de los instrumentos de mercado, va a contribuir de manera fundamental a la profundización del mercado. Pero a su vez, el hecho de proveer, cotizar y transar permanentemente en el mercado, constituye el otro componente fundamental que facilita y promueve la profundización del mercado.

El tiempo de búsqueda de contrapartes es otro factor trascendental que perciben tanto el inversionista como los agentes del mercado sobre el indicador de liquidez en el mercado. De ahí la importancia de que haya cotizaciones permanentes por parte de los agentes para que el hecho de conseguir contrapartes marque la diferencia frente al resto de mercados. Por lo anterior, creo que la gestión y el papel de los creadores y los aspirantes de mercado es cotizar constantemente, para poder facilitar la existencia de contrapartes y, de esta manera, disminuir el tiempo de la búsqueda de éstos. En definitiva, esto va a cambiar radicalmente la percepción que se tiene sobre la liquidez del mercado de deuda pública.

Se está trabajando mucho en el tema de la fungibilidad, así como también para que existan emisiones más grandes y más líquidas, en lugar de tener muchas emisiones nuevas; se analizará la posibilidad de incrementar el monto de las emisiones, pero sin concentrar demasiado los vencimientos en unos períodos determinados. Para esto se debe buscar un equilibrio,

pero teniendo por otro lado emisiones de un mayor tamaño, que permitan una mayor fungibilidad y, por lo tanto, una mayor liquidez.

Un punto fundamental del reto por parte de los agentes, de los intermediarios, de los aspirantes a creadores de mercado es estar cotizando precios de punto y compra. En ese sentido se han oído muchas quejas. Llevamos dos semanas, pero ya hay quejas en el mercado de que no se está cotizando, con excepción de tres o cuatro instituciones. Eso es fundamental, y eso tanto el gobierno como el banco empezarán a evaluar con más rigor quién está en el mercado y quién le está dando liquidez al mismo, para que se tome con seriedad lo que es cotizar. Aquí se va a distinguir quién está trabajando en serio de quienes nunca entendieron lo que era ser creador de mercado. Esto implica un costo, pero es una inversión muy importante. Quienes tengan éxito van a resultar muy beneficiados hacia el futuro.

Este es un negocio serio y por eso es fundamental que todos entiendan con mucha madurez lo que es cotizar y estar en firme cuando se hacen esas cotizaciones, al igual que tomar riesgos, aunque hay períodos en que a veces se pierde y a veces se gana.

No se puede entrar en esta actividad de creador de mercado pensando que siempre se va a ganar en todas las operaciones. Si se tiene esa visión, si no se asume que hay que hacer una inversión importante, realmente nunca va a ser creador de mercado ni le va a proveer la liquidez que se requiere y, además, no va a permitir que el sistema sea exitoso.

Por tal razón, de aquí en adelante hay que empezar a distinguir quiénes entienden en verdad su función, su responsabilidad y están dispuestos a hacer la inversión que se requiere. Para reducir al mínimo el costo de esa inversión se tiene que fortalecer el equipo humano que trabaja en este proyecto, tanto a nivel de los tesoreros, como del mismo equipo de respaldo de investigación que hay detrás.

Nosotros necesitamos que nuestros interlocutores y los interlocutores con el mercado entiendan el tema macroeconómico, el fiscal y el monetario. Esto no es solamente un conocimiento financiero. Aquí se requiere también una visión, un entendimiento del mercado, pues este es un mercado

donde es necesario entender a actores como el gobierno o el banco central. Entonces hay que entender esas variables para poder empezar a afinar la predictibilidad y no terminar siendo factores de inestabilidad del mercado, por no entender lo que está sucediendo en él.

Por eso el tema del ranking está dirigido a identificar aquellas entidades que han entendido el reto y que están dispuestas a asumirlo, en términos de su inversión en capital humano y de recursos. El proceso de seleccionar y terminar con una lista es importantísimo para el gobierno, porque es ahí donde se va a distinguir quiénes están en el negocio en forma seria; además, va a permitir que los inversionistas perciban que hay unos creadores de mercado, unas entidades que le proporcionan liquidez al sistema, y eso les va a dar la confianza necesaria para que empiecen a volcar sus preferencias hacia los instrumentos, incidiendo así en el desarrollo del mercado.

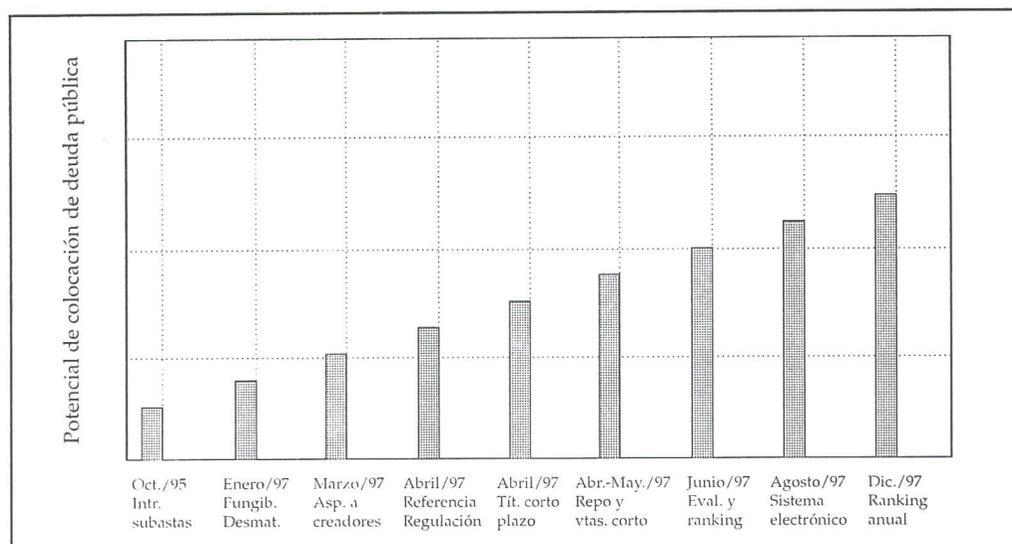
Cronograma del proceso

Se ha trabajado para mejorar el esquema de emisión primaria por el lado de subastas, para hacerlas más previsibles, establecer unas reglas claras, desmaterializar los productos más fungibles. Hoy en día estamos en la fase más importante: la creación de un mercado proveyendo liquidez al mercado secundario. Igualmente, hay que destacar el compromiso del gobierno en empujar y poder sacar rápidamente aquellos aspectos finales de la regulación que tienen que ver con repo y con ventas en corto plazo, que van a ser fundamentales para fortalecer la capacidad de cumplir las cotizaciones en puntos.

A mitad de año se revisará una evaluación en que se auditará para que se cumplan los compromisos que se adquirieron con el gobierno, en términos de su patrimonio, del equipo que están montando, de la capacidad en recurso humano, de los sistemas de auditoría y de control (gráfico 2).

El Ministerio de Hacienda va a ser exigente con las entidades, al igual que con los compromisos que tienen con la Superbancaria y la Supervalores, en términos de solvencia. No se pueden aceptar instituciones que tengan problemas en este sentido, porque el ser creador de mercado es una mar-

Gráfico 2 Desarrollo del mercado de deuda pública en Colombia



Fuente: Dirección General de Crédito Público.

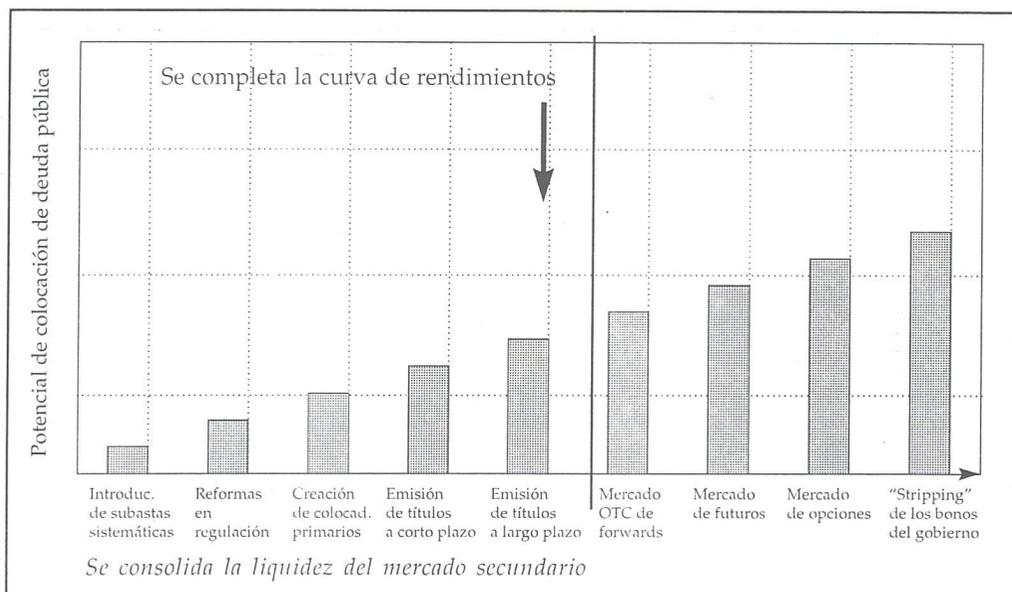
ca muy importante y debe considerarse como un título de calidad. Y en eso es en lo que va a convertirse finalmente. Uno de los beneficios grandes es que a los creadores de mercado se les identifique como las entidades de excelencia del sistema, y ese fue un factor fundamental para el desarrollo de muchísimas otras cosas para aquellas instituciones que crearon y lograron mostrar que eran las entidades estrellas del sistema. Al final del año se hará la evaluación que permitirá escoger las doce instituciones. En agosto se espera tener el sistema electrónico en operación.

En el gráfico 3 se puede observar que ya se está llegando al final de la primera etapa, que era conformar y crear un mercado fundamental de deuda, simplemente la emisión ordinaria de títulos. Hay que empezar el proceso de conformación de la curva, pero lo que viene hacia adelante es un potencial gigantesco de crecimiento de otros submercados que se fundamentan en el desarrollo de un mercado básico.

Quiero agradecerle a la Asobancaria, y a ustedes también, el interés que han demostrado en este proyecto y en el desarrollo de este mercado, as-

Gráfico 3

Etapas del desarrollo de un mercado de deuda pública



Fuente: Dirección General de Crédito Público y J. P. Morgan.

pecto que ha sido muy satisfactorio para nosotros. Sabemos que hay cosas por corregir, pero estamos marcando un aspecto muy importante en la historia del mercado de capitales en Colombia.

COYUNTURA RECIENTE Y PERSPECTIVAS
DEL MERCADO CAMBIARIO

Alberto Carrasquilla
Gerente técnico del Banco de la República

Contexto del mediano plazo en el cual se ha desenvuelto la economía colombiana

Toda coyuntura está referida a algún contexto de mediano plazo. Por esto, primero hay que discutir las características de la economía colombiana reciente, es decir, lo que ha ocurrido durante el período 1990-1991 y 1996. Las primeras características de este proceso son las siguientes:

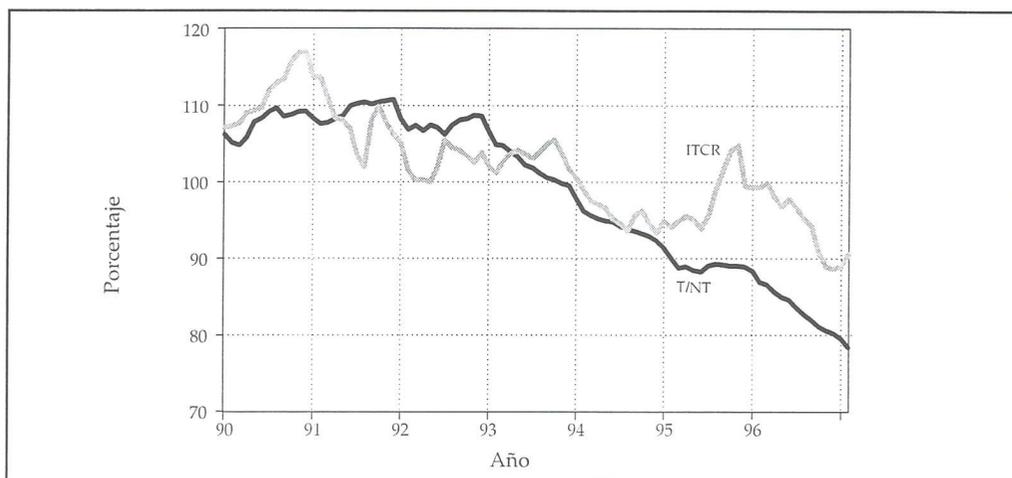
- Una expansión muy fuerte del gasto público.
- Un exceso de gasto sobre ingreso en el sector privado.
- Unos flujos de capital privado importantes a Colombia, en gran parte para financiar este déficit del sector privado, pero también para financiar el déficit fiscal.
- Los choques asociados por los descubrimientos petroleros.

Todos estos factores implican una revaluación cambiaria, en términos reales.

En el gráfico 1 hay dos medidas de la tasa de cambio real: una es la que mide el precio relativo de los bienes transables en relación con los no transables y la otra es la tasa de cambio real medida por el Banco de la República.

Si se parte del período 1990-1991 y se trata de hacer un seguimiento de lo que ha pasado en Colombia, el gráfico cuenta cómo ha sido esta historia.

Gráfico 1
Tasa de cambio real: dos definiciones



Fuente: Banco de la República.

La pregunta fundamental –y esto es muy importante discutirlo para tener una visión global del mercado cambiario– es ¿por qué ocurrió esa revaluación entre 1990 y 1996?

Para pensar sobre este tema se hizo un estimativo, basado en un modelo que tiene los siguientes componentes básicos:

- El modelo tiene tres sectores: uno que produce bienes transables, otro que genera bienes no transables y un sector petrolero.
- Tanto los consumidores, como los productores de estos bienes, son actores racionales que maximizan utilidades, sujetos a ciertas restricciones. Básicamente las restricciones que hay, si se endeudan o si tienen un déficit en un momento dado, deben cubrirse.
- El gobierno hace su oficio, cobra impuestos y gasta.
- El contexto en el que operan esas interacciones se divide en tres períodos diferentes:
 - Inicio. De 1990 a 1991: Cuando se tratan de captar las características de la economía colombiana.

- Lo que les sucedió a las diferentes variables entre 1991 y 1996.
- El futuro: perspectivas que brinda un modelo de este tipo.

Inicio: 1990 a 1991

En el cuadro 1 el modelo captura relativamente bien lo que sucede en 1990-1991. La primera columna plantea cuáles son las variables que estamos midiendo. En la segunda columna está escrito lo que el modelo dice, en el momento en el cual arranca la simulación. Por ejemplo en el caso de la producción de bienes transables el modelo dice que arrancan representando el 42,3% del PIB y en la realidad fue como 43,2% en el promedio 1990-1991 y así sucesivamente.

Cuadro 1
Momento inicial: 1990-1991
(Rubros seleccionados como % del PIB)

Variable	Modelo (%)	Realidad (%)
Transables	42,3	43,2
No transables	52,3	52,2
Petróleo	5,5	4,6
Gasto público	15,1	13,5
Cuenta corriente	0,0	0,6

Fuente: Banco de la República.

La síntesis de ese cuadro es que el modelo logra mostrar una proyección más o menos buena de lo que era la economía colombiana en 1990-1991. A partir de este punto lo que hicimos fue tratar de simular diferentes tipos de choques macroeconómicos para ver qué efectos habían tenido.

¿Cuáles son los sucesos de 1990-1991 y lo que ocurre entre ese momento inicial y el período de finales de 1996, comienzos de 1997?

- La productividad de los bienes transables sube, en relación con la productividad de los no transables. Los sectores que producen bienes

transables, quizás por la apertura, por las inversiones que se han hecho, etc., se vuelven más productivos y logran ampliar el diferencial de productividades a lo largo del período en un 10%.

- El gasto público se eleva en un 60% como porcentaje del PIB.
- Las reservas petroleras suben en un 100% durante el período.
- Los consumidores –el sector privado– cambian sus preferencias y elevan su nivel de gasto en unos montos importantes.

¿Cuáles son los resultados que arroja el modelo, en términos de por qué se produjo la revaluación?

- La expansión del gasto público explicaría por sí sola una apreciación de 3,1%.
- El hecho de que los sectores no transables se hayan rezagado, en términos de su productividad potencial con respecto a los sectores transables, implica 9% de apreciación; el petróleo, un 3%, y los cambios en preferencias que hacen que el sector privado quiera gastar más y tener acceso a la financiación, implica otro 5%.
- El total que el modelo explicaría de esa revaluación es 22,8%. Esto es independiente de si se hace todo al tiempo o de si se introducen uno por uno los diferentes choques.

Implicaciones de política económica que tienen estos resultados

- La política fiscal, entendida en un sentido macroeconómico. El modelo plantea que el gasto público es un factor de apreciación. Sugiere que hacia adelante, en el tercer período, de acuerdo con la terminología del modelo, la tasa de cambio podría devaluarse, siempre y cuando se revierta ese impulso que se le dio en el período 1991-1996.

- Un factor fiscal importante se relaciona con el hecho de que los servicios públicos, el grueso de los sectores no transables, se han rezagado en términos de su productividad con respecto a los bienes transables. Esto encarece la actividad transable en la cual tiene un componente de costo relacionado con los sectores no transables. Para mejorar la situación, deben contemplarse posibilidades tales como el diseño de contratos que incentiven la inversión y el desarrollo tecnológico, y pensar en procesos de privatización.
- El tema del ahorro privado. Se han tomado algunas medidas para incentivarlo, pero una de las más importantes no se ha empezado a discutir y es cómo se hace la política tributaria en Colombia. La mitad del recaudo tributario del Estado corre contra la generación de renta y la otra mitad contra el gasto. Sería importante discutir si este es el esquema más razonable en un contexto en el cual preocupa que una parte de la apreciación cambiaría que ha ocurrido, tenga posiblemente un componente perjudicial. La apreciación cambiaría no siempre es mala si se basa en productividad; es mala cuando surge de problemas tales como unos niveles excesivos de gasto privado y público.

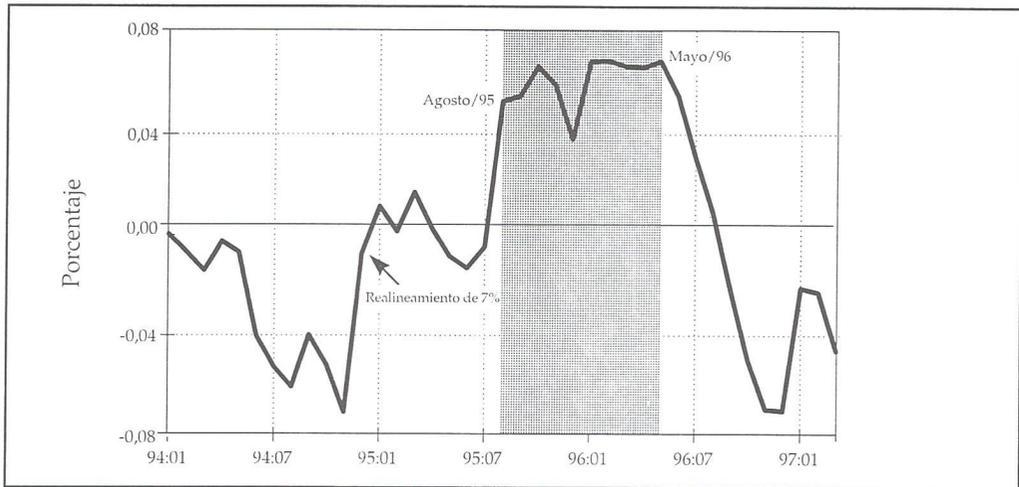
Este primer tema pone en el contexto las tendencias fundamentales de los mercados, es decir, las razones que hay detrás de ese proceso de apreciación cambiaría que ha habido en Colombia.

Agosto de 1995 - mayo de 1996

Esta tendencia de mediano plazo que se trató en el tema anterior interactuó en este período con fuerzas en la dirección contraria, básicamente durante la llamada crisis política.

En el gráfico 2 la línea muestra la desviación de la tasa de cambio, tasa representativa del mercado, con respecto al centro de la banda cambiaría. Si la TRM se ubica en la línea horizontal que corre desde el cero (0), significaría que en ese mes la TRM promedio estuvo en el centro de la banda; si está por encima, quiere decir que se halla cerca del tope; si está por debajo, significa que se encuentra más cerca del fondo de la banda.

Gráfico 2
Tasa representativa del mercado
(Desviación respecto al centro de la banda)



Fuente: Banco de la República.

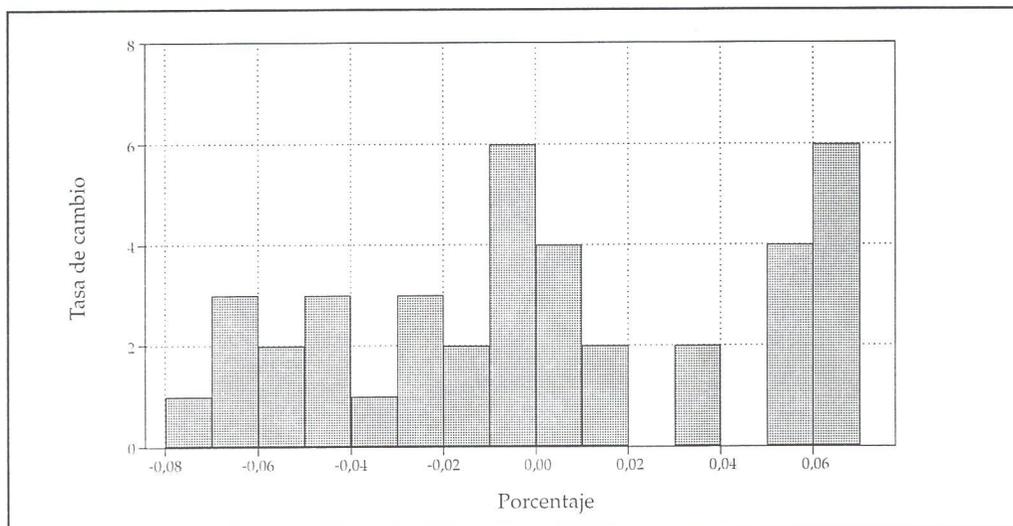
De ahí puede deducirse que en el período 1994-1997 la tasa de cambio con mucha frecuencia ha estado en el fondo de la banda, pese a que durante el período de agosto de 1995 a mayo de 1996, sucedieron cosas que desvían el comportamiento cambiario respecto de esa tendencia de mediano plazo.

En el gráfico 3 se muestra la distribución de frecuencias de la desviación de la tasa de cambio. La mayoría de las veces esto ha estado en la parte inferior de la banda. Pero lo que se observa es que durante todo este período la característica fundamental ha sido una ubicación de la tasa de cambio muy sesgada hacia la parte inferior de la banda, es decir, hacia la parte más fuerte.

En el gráfico 4 se ilustra lo que pasó con las reservas internacionales en el período en cuestión. En julio de 1995 se observa una caída del stock de reservas internacionales que, pico a pico, de la parte alta a la parte baja, representa una caída de reservas internacionales de más o menos 7,5%, dependiendo del día en que se tome la medición.

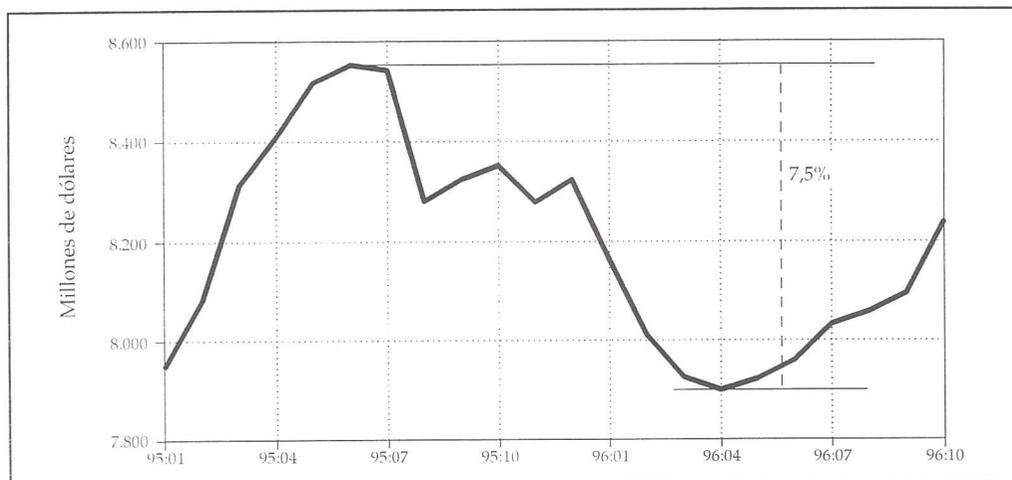
En relación con la desviación que tuvo el mercado respecto a las fuerzas de mediano plazo se puede observar que, en general, el tipo de cambio se

Gráfico 3
Distribución de frecuencia:
TRM respecto al centro de la banda
(1994-1997)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
Reservas internacionales
(Enero 1995 - octubre 1996)



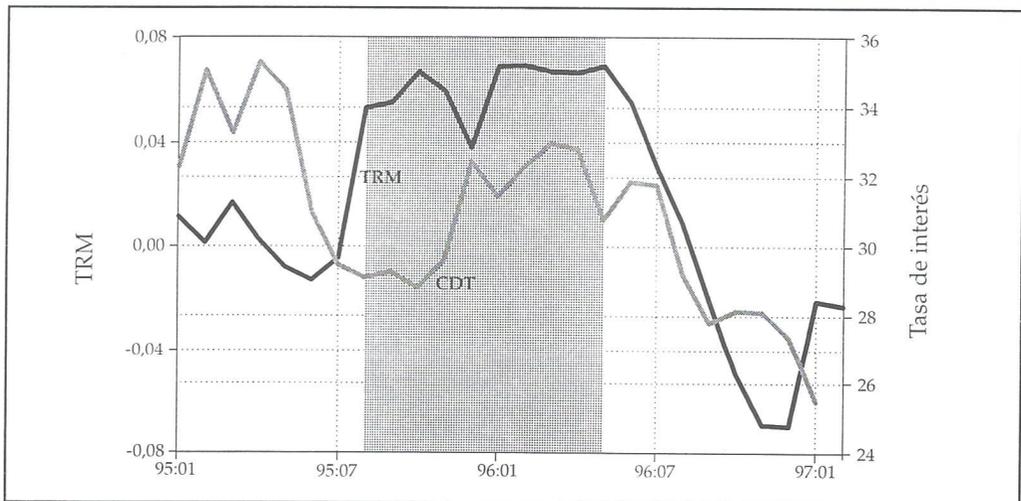
Fuente: Banco de la República.

devalúa, las tasas de interés suben y el país pierde reservas internacionales a medida que la gente pierde confianza en la posibilidad de que el peso se revalúe y por esto sacan las divisas de Colombia.

En el gráfico 5 se muestra la misma variable, en términos de la TRM, que es la línea azul, y la tasa de interés del CDT durante el período. Ustedes ven ahí el salto que tuvo la tasa de cambio, que ocurre en agosto de 1995. Tal como lo habíamos mostrado, la tasa de cambio se mantiene en el techo y luego empieza un proceso de apreciación que comienza claramente en el mes de mayo.

Sin embargo, en el mercado financiero doméstico la tasa de interés no sólo no se elevó en la misma magnitud en que lo hizo la tasa de cambio, sino que se mantuvo relativamente baja por un período de tiempo no despreciable. Luego subió, quizá reflejando, por fin, las mayores expectativas de devaluación. Durante todo ese período muchos analistas decían que la banda cambiaria no era sostenible, que eso se tenía que cambiar, y entonces la gente hasta cierto punto incorporó esta expectativa en sus negociaciones y, por tanto, el arbitraje hizo que la tasa de

Gráfico 5
Tipo de cambio y tasa de interés



Fuente: Banco de la República.

interés subiera un poco. Eso sugiere que la tasa de cambio en el mercado, la TRM, parece haber sobredimensionado los determinantes de mediano plazo.

Si se tomaran las variaciones en la tasa de interés como una aproximación a las expectativas verdaderas de devaluación se diría que la tasa de cambio sobredimensionó el tamaño que el mercado estaba percibiendo para el choque. Esto es raro, en el sentido de que es necesario entender por qué existe esa no correspondencia entre el mercado monetario y el cambiario en ese período.

Conclusiones

- La crisis política sí modifica la dinámica del mercado cambiario. Había una tendencia de mediano plazo y durante ese episodio es claro que se desvió el comportamiento cambiario de esa tendencia.
- Este período está asociado con un ajuste en el stock de reservas internacionales, equivalente más o menos al 7,5%. Cuando hubo dificultades y problemas políticos en México, a comienzos del año de 1994, el Banco Central de México perdió un 35% de las reservas, después de los episodios políticos que ocurrieron entre enero y marzo de ese año, cuando se perdieron entre 35 y 37% de las reservas internacionales y las tasas de interés prácticamente se duplicaron. El contraste con la experiencia colombiana es muy grande.
- Esto no implica un ajuste en el mercado local, de magnitudes similares. Mientras que la TRM sí se dispara llegando al techo de la banda, la tasa de interés sube apenas 4% y lo hace con retraso. En alguna publicación semanal se dice que el modesto incremento de las tasas de interés fue culpa de un gravísimo error del Banco de la República. Sin embargo, lo que realmente sorprendió a los economistas en el banco central es que la tasa de interés de mercado se haya mantenido quieta por tanto tiempo y que, cuando repuntó, lo hizo en un grado tan modesto. Era muy difícil pensar que si, en efecto, había unas grandes expectativas de que iba a subir la banda cambiaria, es muy raro que no lo haya hecho de manera paralela la tasa de interés.

Lo contradictorio es que mientras algunas personas decían que la banda cambiaria no era sostenible, que había que subirla, al mismo tiempo argumentaban que las tasas de interés se habían dejado subir mucho. Si el Banco de la República, en diciembre, hubiera decidido emitir pesos con el propósito de bajar la tasa de interés, probablemente habría ocurrido una verdadera corrida cambiaria; lo que sucedió fue un estornudo cambiario, pero no una corrida cambiaria como tal.

Síntesis de la discusión

La tasa de interés se ajusta con un rezago y en grado modesto. Esto sugiere que las expectativas de devaluación no se modificaron en grado importante. Los mercados no le dieron demasiada trascendencia al choque político, pues no de otra manera se explican las modestas variaciones del mercado financiero. Muy rápidamente, de agosto de 1995 a mayo de 1996, la economía se reubica en su tendencia de mediano plazo, que es una tendencia de revaluación.

Diciembre de 1996 y 1997

Este período ha motivado mucha discusión e inclusive fue utilizado en la presentación que se hizo en enero de la emergencia económica.

Los hechos más destacados son:

- El tipo de cambio terminó su proceso de convergencia al fondo de la banda. A partir de mayo de 1996 la tasa de cambio empezó nuevamente su tendencia de convergencia gradual, monótona, hacia el fondo de la banda.
- Las tasas de interés, que habían empezado a caer desde antes de mayo de 1996, siguieron cayendo, reflejando parcialmente las expectativas de apreciación cambiaria.
- Diversos agentes económicos decidieron, en ese período (diciembre de 1996), traer sus dólares y venderlos.

¿Qué tan razonable fue la suposición de que iba a haber una revaluación de la banda? ¿Cuáles serían los factores que tendría en cuenta una persona que está contemplando la posibilidad de traer o no traer dólares, o que está haciendo la comparación entre una y otra alternativas?

Supongamos que desde la implantación del certificado de cambio a descuento hay dos realineamientos del piso cambiario, es decir, dos cambios de la banda: uno en enero y otro en diciembre de 1994; se bajaron 5 y 7%, respectivamente. Vale la pena hacer un ejercicio, tratando de averiguar qué pasó durante ese episodio de realineamiento cambiario, analizando sistemáticamente algunas variables para ver si hay factores que estuvieron presentes en esos dos episodios, que posiblemente también aparecieron en diciembre de 1996. Por tal razón, es razonable plantear que esta experiencia histórica está incorporada en las decisiones que se tomaron en diciembre (ver cuadro 2).

Cuadro 2
Diferencias: modificación vs. no modificación de la banda

Variable	Realineamiento (%)	No realineamiento (%)
Distancia al piso de la banda	0,03	6,10
Acumulación de reservas	196,50	45,50
Desviación de reservas respecto de tendencia	49,60	1,25
Tasa de interés	30,70	28,80
Inflación	22,40	22,60
Crecimiento monetario	30,30	26,60

En este cuadro se comparan episodios en los cuales hubo cambios en la banda cambiaria y episodios en los que no se produjeron modificaciones.

En la primera columna están las variables, que son:

- La distancia respecto del piso de la banda. Esa es una variable que posiblemente influya en la decisión que se va a tomar.
- La acumulación de reservas internacionales observada inmediatamente.

- La desviación de las reservas internacionales respecto de lo que se podría llamar una tendencia de mediano plazo. Si se están acumulando más reservas de las implicadas por una tendencia de mediano plazo, posiblemente eso explique el cambio de la banda.
- Tres variables macroeconómicas, escogidas con el criterio de que posiblemente son variables que tomaría en cuenta el banco central: tasa de interés, inflación y crecimiento monetario.

En la segunda columna se mide qué estaba pasando con cada una de esas variables cuando hubo realineamiento de la banda y, en la tercera, qué estaba pasando con esas variables cuando no hubo realineamiento cambiario.

El cuadro muestra diferencias sustanciales en las tres primeras variables: la distancia respecto del piso de la banda. Cuando se realineó la banda cambiaria en enero y diciembre de 1994, ésta se hallaba pegada al piso y se estaban acumulando muchas reservas. No son distinguibles los valores que tienen las otras variables en el momento de la toma de la decisión. Cuando no hay realineamiento cambiario, las diferencias se ven en el cuadro de manera relativamente clara; se acumulan muchas menos reservas y hay cierto campo, en términos del corredor cambiario.

Esto ilustra, quizás de manera simplista, que las compras recientes de reservas por parte del banco central y estar pegado al piso de la banda son las variables claves asociadas con los cambios de la banda misma, y concuerda con una muy amplia evidencia internacional que muestra que este también es el caso en otros realineamientos cambiarios ocurridos, en Europa en el período turbulento de 1992-1993. En los diferentes países que se salieron del mecanismo cambiario europeo se han hecho análisis de por qué cambió la banda, y con cierta frustración se ha encontrado que los realineamientos no son demasiado predecibles con variables macro y que los bancos centrales deciden parar su intervención quizás con unos criterios simplistas del tipo mencionado. Es un resultado muy generalizado en prácticamente todos los análisis que se han hecho de las modificaciones de las bandas cambiarias.

En síntesis, dentro de un contexto de fuerte convergencia al fondo de la banda y de mucha compra de reservas, no era ilógico esperar una modifi-

cación de la banda, con base tanto en nuestra experiencia, como en la de otros países.

Perspectivas del mercado cambiario

Este tema hay que enmarcarlo recurriendo a lo ya expuesto: el proceso de apreciación real, las razones de fondo por las cuales hay tal proceso; el hecho de que el período agosto de 1995 a mayo de 1996 es "raro", que tiene una explicación y unas particularidades que no merecen atención cuando se está analizando la coyuntura actual como tal.

- No hay razones de fondo para esperar una devaluación real sustancial en el plazo inmediato. Los factores fundamentales, detrás de la apreciación reciente, siguen vigentes.
- Hay factores nuevos que pueden llevar a pensar lo contrario. Estos son:
 - La decisión de sustituir deuda externa por deuda interna.
 - Los controles de capital, que incluyen el antiguo impuesto al endeudamiento externo.

Sustitución de la deuda. Esto no necesariamente es síntoma de que se va a devaluar el cambio real. Si el gobierno capta más ahorro interno, el sector privado restringe su nivel de gasto; es decir, ahorra más, o de lo contrario se endeuda por fuera. Si se supone que el sector privado va a gastar lo mismo en uno y en otro escenarios, es razonable pensar que va a haber endeudamiento privado externo.

En el primer caso, con elevación del ahorro, hay un efecto real, clarísimo. En el segundo no.

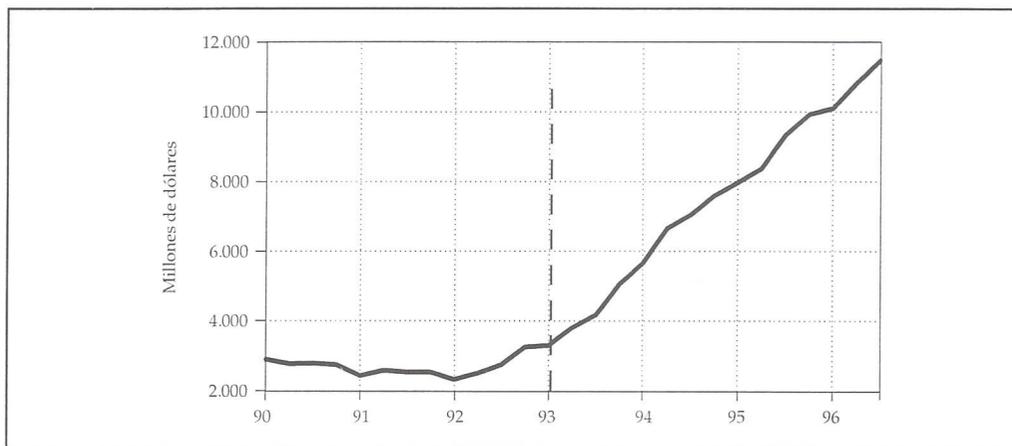
¿Cuál es el caso colombiano? Probablemente una hipótesis sería que el país está situado más o menos en la mitad y, en efecto son, *grosso modo*, los estimativos que se han hecho en los pocos trabajos que hay. Por cada dólar en que se corte el endeudamiento externo público, puede subir medio dólar el endeudamiento privado externo y cortarse en medio dólar el gasto privado. Ese es un estimativo razonable.

Controles de capital. El control adicional a los flujos de capital busca separar capitales de largo plazo y capitales de corto plazo, y así tratar de filtrar los flujos totales de endeudamiento externo.

Sobre la efectividad de los controles hay toda clase de hipótesis, de sugerencias de estimativos empíricos. Sin embargo, existe un consenso prácticamente entre todos los economistas de que quizás sí hay una efectividad inicial de los controles de capital, pero que gradualmente se va erosionando.

En Colombia se cuenta con bastante experiencia en controles de capital, y con base en ella no cabe esperar que el efecto sea demasiado importante.

Gráfico 6
Evolución de la deuda externa privada



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con lo observado en el gráfico 6, la deuda externa privada no ha respondido en términos de niveles, después de la implantación de los controles de capital en 1993.

Conclusiones

Colombia ha vivido una dinámica de mediano plazo, caracterizada por un proceso de revaluación real y déficit alto en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estos dos factores hacen parte del mismo fenómeno.

Dentro de este proceso de mediano plazo surgió el choque de confianza derivado de la situación política, pues los datos muestran que el mercado no tomó este problema con demasiada seriedad. La tasa de cambio sí se devaluó y las reservas cayeron, pero los montos, a nivel comparativo internacional, fueron muy poco importantes.

Después de ese episodio raro de mayo de 1996, se retomó el proceso de mediano plazo. Las expectativas cambiarias se revirtieron, las tasas de interés cayeron –de hecho empezaron a caer antes de mayo de 1996– y la tasa de cambio nominal se revalúa consistentemente hasta llegar al piso de la banda.

En diciembre se expresaron con mayor fuerza de la esperada las implicaciones lógicas de esta dinámica. El sector privado trajo divisas aceleradamente porque esperaba una apreciación de la banda, en combinación con fuertes entradas de divisas públicas.

Hacia el futuro inmediato no hay razones muy fuertes para pensar que la tendencia de mediano plazo se revierta. Los controles de capital y la sustitución de deuda pueden ayudar, pero no se espera una implicación sustancial. Esto es exactamente lo que dice el gobierno cuando explica que las medidas y las sugerencias que está haciendo no son de tipo estructural sino elementos para manejar mejor una coyuntura económica concreta, pero de ninguna manera ha dicho que los controles de capital, sean la solución al problema.

La mayor parte de la dinámica futura estará gobernada por decisiones micro y macroeconómicas en materia fiscal. En concreto, lo relacionado con el preocupante rezago que tiene el sector de los no transables en Colombia, respecto de los transables; por esto se hablaba de la necesidad de transformar de manera muy radical el sector de los servicios públicos y, por supuesto, el factor de gasto público, cuya perversidad macroeconómica es algo que todos compartimos.

Dadas las rigideces fiscales, lo más sensato es esperar que la dinámica futura del tipo de cambio dependa del ajuste privado, o sea, de los flujos de capital externos hacia el sector privado. Esto significa, básicamente, que el gobierno ha explicado que tiene muchas dificultades para reducir el gasto público, dado que gran parte de este gasto requiere unas solucio-

nes mucho más estructurales que la simple voluntad de reducir, pues tienen que ir al Congreso, modificar leyes, etc. En el inmediato plazo probablemente lo único que se espera es que el ajuste lo realice el sector privado. Este mecanismo de ajuste ha sido una parte sustancial de la explicación de la apreciación, entradas de capital y déficit del sector privado, y seguirá siendo un eje clave de la dinámica futura.

De dónde puede provenir el ajuste privado

- No hay razones para pensar que se produzca de una manera muy brusca, como sucedió en México, donde el cambio se devaluó más o menos el 100% y la cuenta corriente se equilibró en un par de meses. Todo esto se hizo con una recesión monumental y una reducción grandísima de la demanda.
- Descartados escenarios extremos de ese estilo, debido a la solidez existente, tampoco es razonable plantear que sea necesario, a toda costa, elevar la demanda interna en un contexto de fuerte apreciación real, creciente déficit fiscal y elevado déficit en la balanza de pagos.
- En la situación actual la política más deseable y el contexto en el cual deberían operar los mercados monetario y cambiario es de austeridad. Las características dan para pensar que eso es lo que se debería hacer. La banda cambiaria actual permite hacer esta política y, llegado el caso, se va a defender tal como se hizo en diciembre. No hay razones para pensar que existan fuerzas que lleven a que el cálculo que se efectuó en diciembre sobre la banda cambiaria haya cambiado de manera sustancial, pues ésta alcanza perfectamente para asimilar la situación actual.

Desafortunadamente, dada la presión que tiene la política fiscal y la rigidez para ajustarla, en el sector privado recae mucho del peso del ajuste. Este factor, perturbador y maligno para la economía, se irá revirtiendo únicamente cuando se produzca el ajuste fiscal que el gobierno ha llamado “estructural”.

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS
Y DE COYUNTURA COLOMBIANA

Hernando José Gómez
Consultor económico y financiero

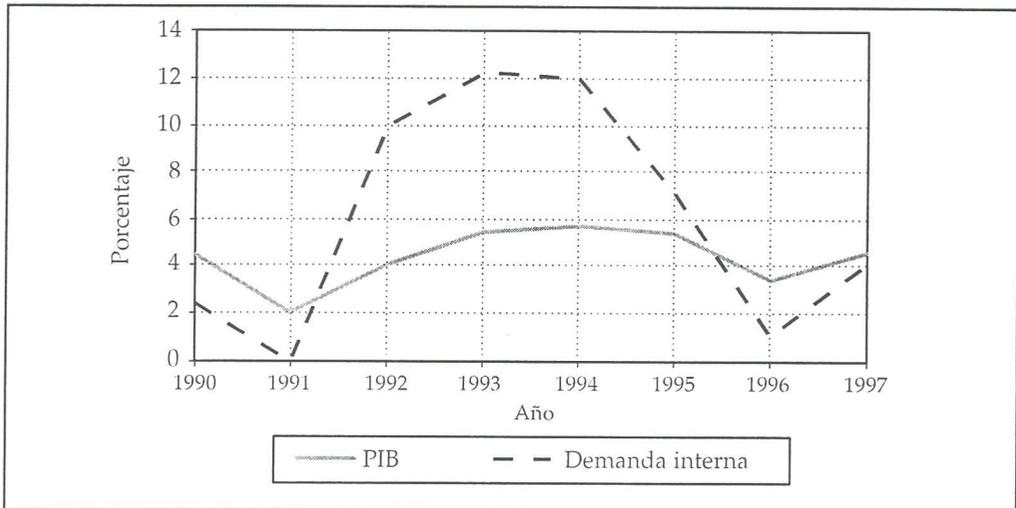
En desarrollo de este artículo se analizarán la perspectiva macro de mediano plazo y posteriormente los elementos de corto plazo que, para gran parte de ustedes, constituyen el mayor interés en su trabajo cotidiano.

En el gráfico 1 se resumen bastante bien las tendencias generales en la economía. Allí puede observarse que la economía estaba experimentando un desajuste muy grande entre oferta y demanda; la demanda venía creciendo a tasas del 12% en términos reales, mientras que la economía sólo podía hacerlo a tasas algo inferiores al 5%, pese a la fuerte presión de la demanda agregada.

No es de extrañar que la economía colombiana no pueda crecer al 8 o 9%, como crece la economía chilena, o al 10%, como la tailandesa o la china. Hay muchas razones: problemas de inseguridad, de inoperancia de la justicia, de infraestructura, de alta inflación, de ineficiencia de los servicios del gobierno. Por esto, sería sorprendente que la economía colombiana creciera a tasas superiores al 5%.

Es interesante señalar que en 1996, en buena parte gracias a la política restrictiva de la junta directiva del Banco de la República y, en parte también, debido a los efectos del descenso en el ciclo de la construcción y de los bajos precios internacionales del café, se ha logrado ajustar la demanda interna. De modo que ésta crece a menos del 1% y el PIB –en la estima-

Gráfico 1
Demanda interna vs. PIB
(Tasas de crecimiento reales)



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

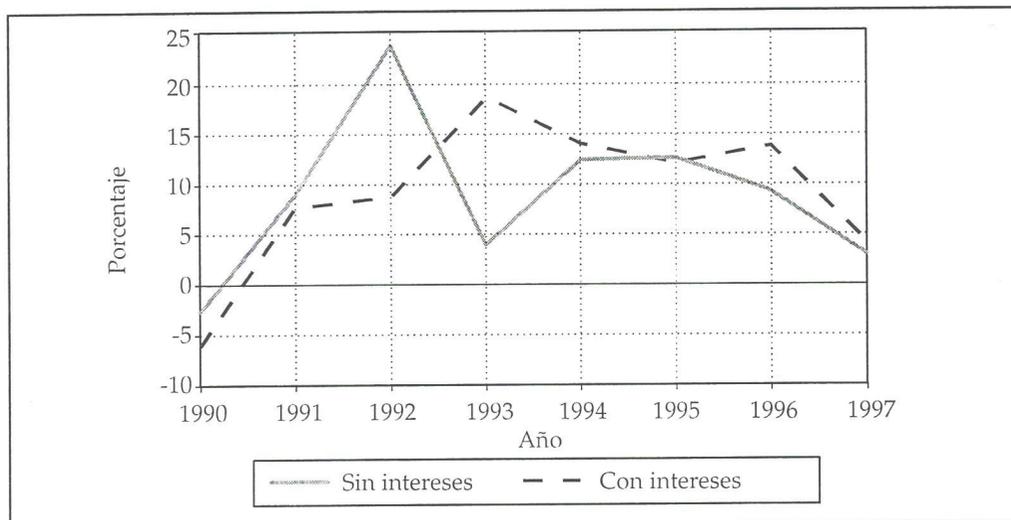
ción inicial que se observa en el gráfico 1— entre el 3 y 5%; sin embargo, de acuerdo con los estimativos de Planeación Nacional, este último debe crecer a una tasa algo inferior.

Sea como sea, se prevé que la oferta y la demanda aumentarán a un ritmo relativamente similar en este año y, en ese sentido, se ha logrado el ajuste. El desajuste existente puede explicar el comportamiento de la balanza de pagos y, también, el del gasto público.

¿Cuáles son las implicaciones de este comportamiento general de la demanda interna? Consideremos una variable tradicional: el gasto total del gobierno nacional central, representado con intereses y sin ellos. ¿Por qué no tener en cuenta los intereses sobre la deuda interna y la externa? Porque cuando los intereses se pagan a las entidades financieras no generan presión sobre la demanda agregada. Sin embargo, la línea del gasto del gobierno sin pago de intereses muestra que el crecimiento del gasto durante todo el período fue superior al 10% en términos reales, incluso en 1996, lo cual indica que a pesar de los anuncios de fuertes ajustes fiscales que se han difundido en los medios, éstos no han sido tan grandes. No

obstante, para este año ya es posible prever un crecimiento del gasto del gobierno nacional central del orden del 4% en términos reales, mucho más compatible con la capacidad de crecimiento del PIB, y no al doble o más del doble del crecimiento del Producto Interno Bruto, como sucedía antes (gráfico 2).

Gráfico 2
Gasto total del GNC
(Tasas de crecimiento reales, deudas interna y externa)

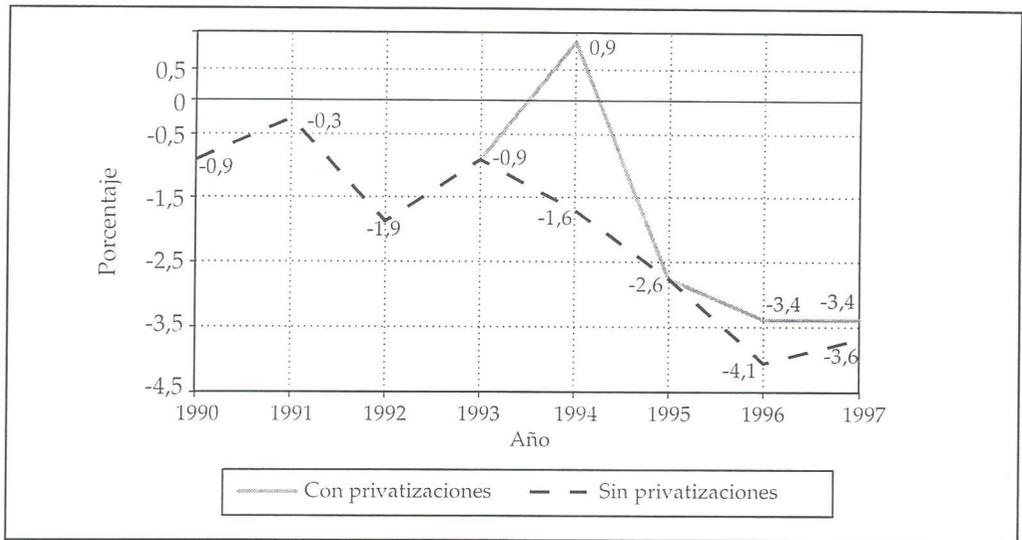


Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

Si un gran actor económico como el gobierno, que puede tener una participación del orden del 20% del PIB, está creciendo al doble de lo que crece la economía, es inevitable que acapare y demande más recursos para financiar ese crecimiento. No es de extrañar, entonces, que se estén generando problemas en el sector privado debido el crecimiento acelerado de la participación del gobierno en el PIB.

En el gráfico 3 se puede observar que el superávit viene cayendo, prácticamente en picada, desde 1993, y más aún si se restan los ingresos por privatizaciones y, por concesiones. Los ministros de Hacienda de este gobierno afirman que el problema viene desde la administración pasada. Eso es cierto, pero esa simple afirmación no resuelve el problema, que se ha convertido en un déficit estructural de las finanzas públicas. Se esti-

Gráfico 3
Gobierno Nacional Central: déficit o superávit
(Como % del PIB)

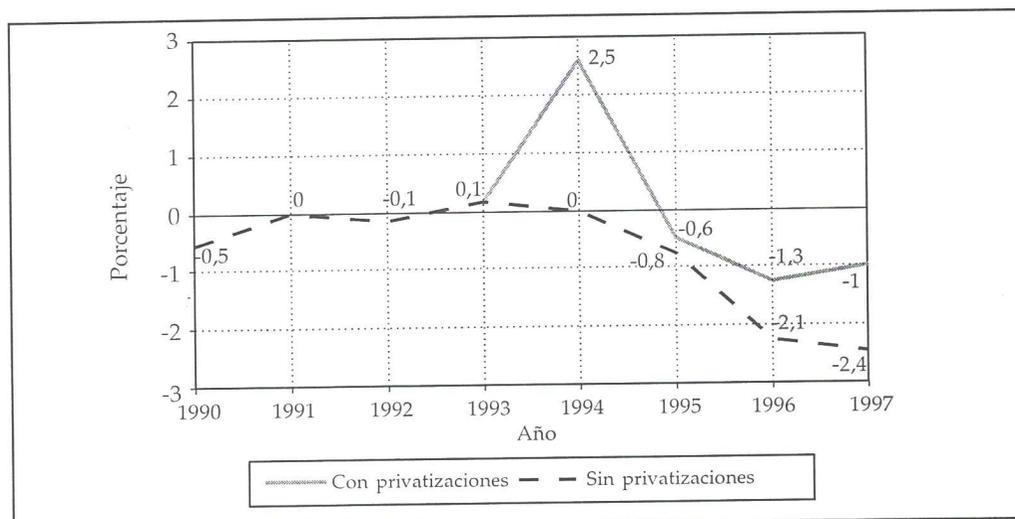


Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

maba que en este año el déficit iba a reducirse ligeramente, pero esa estimación no contemplaba los reajustes salariales en el sector público. Ahora no se puede asegurar que se vaya a producir una mejora, así sea marginal, en el déficit fiscal.

En el gráfico 4 se muestra la curva del déficit total, que también presenta una tendencia semejante de desajuste permanente. Parte del déficit fiscal en forma de TES se financia con captaciones del resto del sector público, especialmente con captaciones provenientes de la seguridad social. Los superávit de la seguridad social se van a reducir a través del tiempo, pues son el resultado del aumento de las cotizaciones. Si el gobierno no resuelve el problema del déficit fiscal, aunque sea manteniéndolo alrededor del 4% del PIB, se verá obligado a captar recursos cada vez mayores en el mercado privado y, por tanto, la proporción de captaciones en el mercado de subastas será cada vez mayor. De modo que se va a crear una fuente de negocios muy interesante para el sector financiero, pero también una presión sobre el mercado y las tasas de interés complicada de manejar.

Gráfico 4
Sector público no financiero: déficit o superávit
(Como % del PIB)



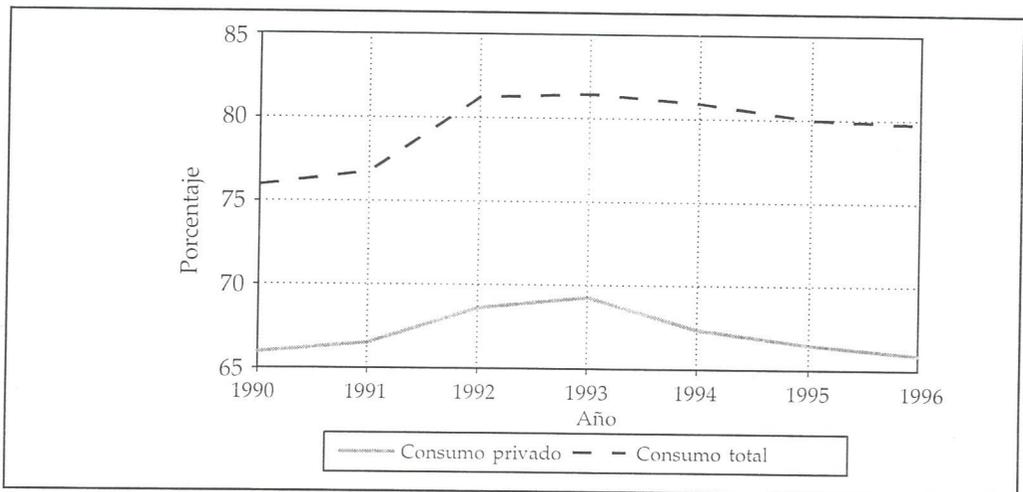
Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

Así mismo, el consumo privado explica, en parte, el mayor gasto en la economía. Esto ocurrió especialmente a comienzos de la década de los noventa, pero a partir de 1993, a medida que comienzan a subir las tasas de interés y termina un ciclo de capacidad de gasto del sector privado –generado por la Ley 50– se empieza a agotar la liquidez adicional que recibieron los trabajadores por la negociación de las cesantías y el consumo privado tiende a reducirse, aunque el consumo total se mantiene más o menos constante. La diferencia entre esos dos tipos de consumo corresponde al consumo del sector público (gráfico 5).

Ese proceso genera una contrapartida: la caída del ahorro en la economía. A comienzos de la década, el ahorro total había alcanzado un nivel del 22%, aceptable para América Latina pero muy bajo para las economías emergentes, bien sea en los países asiáticos o en Chile, cuyas economías tienen tasas de ahorro superiores al 30%. En Colombia, en cambio, se pasó de un nivel del 22% a una tasa de ahorro del 16% (gráfico 6).

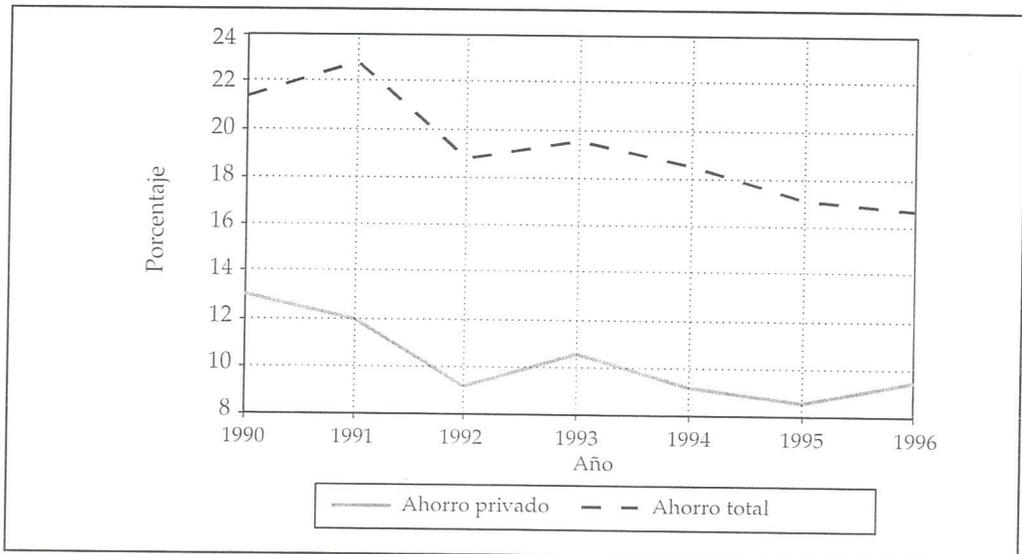
La tasa de ahorro privado también disminuyó, por dos razones fundamentales: la primera fue el incremento en la tributación. En la década de

Gráfico 5
Participación del consumo en el PIB



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

Gráfico 6
Participación del ahorro en el PIB



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

los noventa se han hecho tres reformas tributarias abiertas y dos o tres por la puerta trasera. Con estas reformas se ha reducido el ingreso disponible de las personas y de las empresas y, evidentemente, se ha afectado el comportamiento del ahorro privado. La segunda fue la apertura económica, que al comienzo generó un *boom* de consumo de corto plazo. Sin embargo, ese es un efecto que ocurre una sola vez y que tiende a desaparecer en el tiempo.

A medida que se ha restringido la demanda agregada se ha recuperado lentamente el ahorro privado, pero uno de los mayores retos que el país va a enfrentar en los próximos diez años es llevar el ahorro privado a niveles aceptables en el campo internacional, mínimo del 25% del PIB. ¿Cómo lograrlo? Algunos países han alcanzado altos niveles de ahorro a través de los sistemas de seguridad social privados, pero éstos, en Colombia, infortunadamente nacieron con deficiencias, con muchas desventajas frente al sistema de reparto del sector público y frente a la seguridad social pública. El ahorro no reaccionará en el corto plazo hasta que no se introduzcan los ajustes necesarios para equilibrar las cargas o, por lo menos, hasta que las reglas del juego en materia de pensiones y cesantías sean iguales para los sectores público y privado.

Por su parte, el ahorro privado se estabiliza debido a que el ahorro del sector público viene cayendo dramáticamente y, lo que es más grave, el ahorro del gobierno nacional central es negativo, pues en este momento sus ingresos corrientes no alcanzan ni siquiera para cubrir los gastos corrientes. Por esta razón resulta esencial resolver este problema en el corto plazo. Infortunadamente, el gobierno ha reconocido que existe un problema, pero no ha tomado medidas para solucionarlo. La solución consiste en introducir una serie de reformas, unas legales y otras constitucionales, que reviertan el proceso estructural. La Comisión de Racionalización del Gasto Público ya presentó las propuestas respectivas, por lo que estamos en mora de empezar a trabajar activamente para ponerlas en práctica.

El exceso de gasto generó un déficit gigantesco en la cuenta corriente, después de haber pasado por un período de relativo equilibrio. Algunas estimaciones indican que el superávit en cuenta corriente llegó al 5,5%, pues existía mucho capital escondido; en 1991 hubo un pequeño superávit en cuenta corriente y ahora se padece un déficit, aunque el año pasado se

logró revertir ligeramente y se espera que se reduzca en forma considerable con la bonanza cafetera de este año. El déficit en cuenta corriente se financió con una cuenta de capitales crecientemente positiva, que compensó el déficit y en muchos años lo sobrepasó gracias al ingreso de créditos de largo plazo y de inversión extranjera, en especial en el sector petrolero.

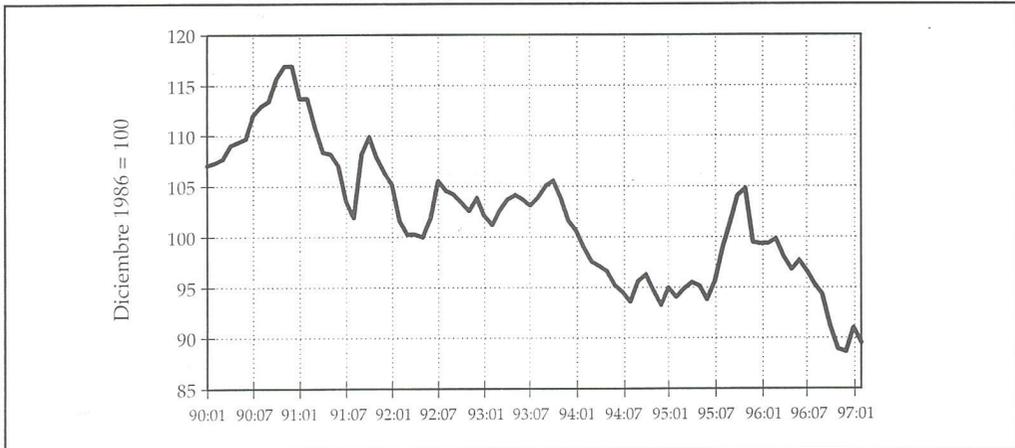
¿El déficit en cuenta corriente es bueno o malo? Todos los países asiáticos y las economías emergentes han tenido un déficit en cuenta corriente durante muchos años; el déficit en cuenta corriente no es un problema, sólo indica que un país está utilizando ahorro externo, que es un usuario neto de ahorro externo del resto del mundo. El problema es cómo se utiliza: es positivo si se usa para inversión y negativo si se emplea para financiar el consumo del gobierno. Si el ahorro externo amplía la capacidad productiva del país, es posible cubrir los pagos de la deuda; en cambio, si el endeudamiento se destina a hacer compras en el mercado, es evidente que no se generará el flujo de ingresos futuros necesario para servir la deuda.

De modo que cuando se observa que el sector privado se está endeudando a tres o cinco años y que el *boom* de la inversión privada que se presentó entre 1992 y 1995 se financió con endeudamiento externo, se puede afirmar que éste ha sido favorable para la economía. El problema aparece cuando el endeudamiento simplemente se utiliza para financiar gastos de consumo y no genera la capacidad para repagar la deuda externa en el futuro.

En el gráfico 7 se representa la tasa de cambio real, la cual viene descendiendo con una trayectoria de caída libre. El punto importante es que la tasa de cambio real —que depende de la oferta y demanda de divisas, no sólo en el corto plazo, pues existen evoluciones y circunstancias más duraderas, como la crisis política, que puede generar unas demandas temporales inusitadas, de divisas— determina la posición neta competitiva del país en el largo plazo, es decir, su capacidad de producción frente al resto del mundo. Y en el corto plazo puede generar desbalances macroeconómicos, como un exceso de gasto público, que deben financiarse con recursos provenientes del exterior.

A este respecto, algunos críticos afirman que “lo que sucede es que el Banco de la República no sostiene la tasa de cambio y que debe comprar

Gráfico 7 ITCR

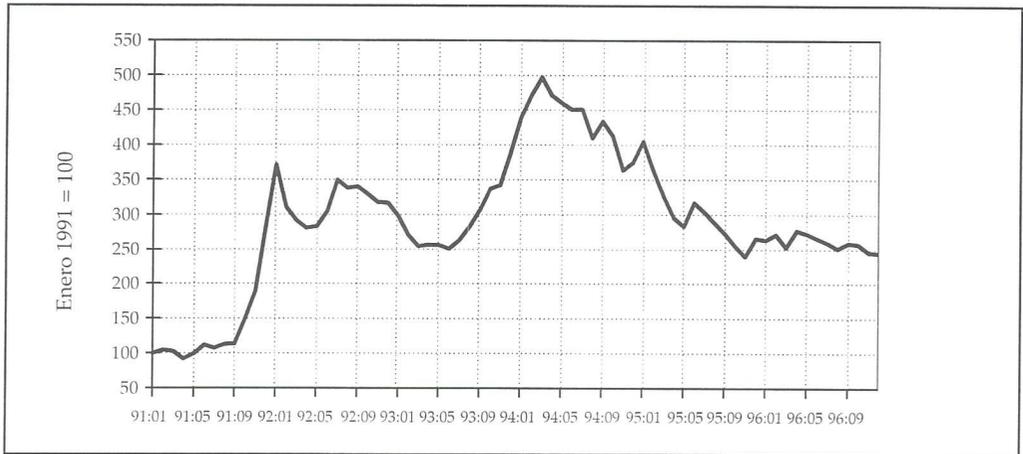


Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

divisas". Sin embargo, si el banco compra divisas debe emitir, y si emite tiene que abandonar la meta de inflación. De modo que cabe preguntar: ¿acaso se benefician los exportadores? Aparentemente no, pues en la medida en que la mayor emisión se traduzca simplemente en unos precios mayores, la tasa de cambio real seguirá reduciéndose aunque la tasa de cambio nominal llegue a \$2.000 por dólar. Desde mi punto de vista, hay que examinar los factores fundamentales que están determinando el actual comportamiento de la tasa de cambio real.

El índice real de la Bolsa de Bogotá, deflactado por el índice de precios al consumidor, puede observarse en el gráfico 8. La curva resultante indica que hubo un enorme recalentamiento de la economía en este período. Quien hubiese invertido cuando estaba en un nivel de 100 habría multiplicado su dinero en cinco veces cuatro años después, en términos reales, de capacidad de compra efectiva, y no en términos nominales. Sin embargo, el índice volvió a bajar y se ha estabilizado, y cuando se calcula su tasa de crecimiento real desde comienzos de la década de los noventa, se obtiene una rentabilidad semejante a la que ofrecieron los CDT, un nivel que ya es más razonable. La rentabilidad de la Bolsa de Bogotá es bastante estable en el último período, lo que indica que el precio de los activos logró ajustarse y que ya no es un factor de presión inflacionaria.

Gráfico 8 IBB real



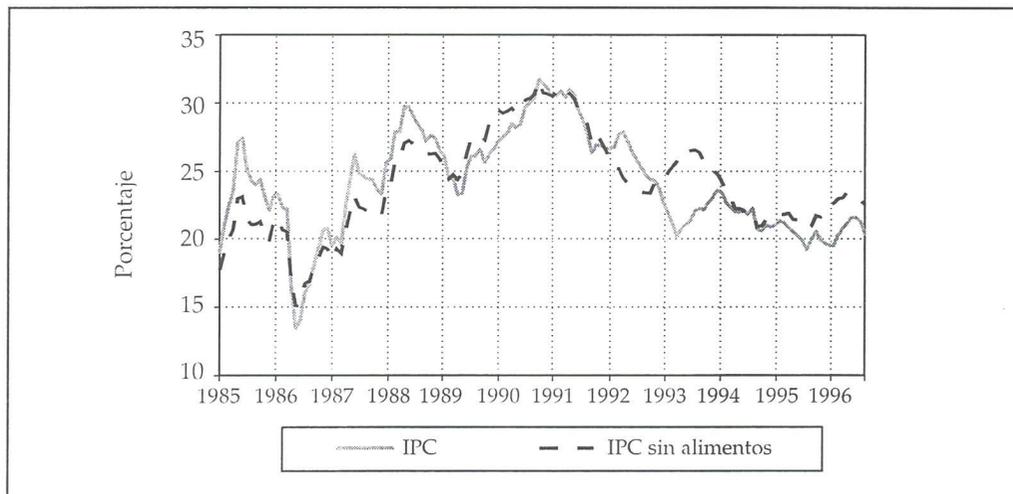
Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

Precios y tasas de interés

El índice de precios al consumidor (IPC) viene en descenso. En el período 1993-1994 hubo un reverso en el corto plazo, tanto en el IPC sin alimentos como en el IPC total, mientras que en los últimos meses se observa una tendencia decreciente. ¿Qué sucedió en 1996? En mi opinión, la junta directiva del Banco de la República tomó acciones, aunque no con la prontitud suficiente para controlar el exceso de gasto generalizado en la economía, pues quizá se demoró seis u ocho meses para poner en práctica esas acciones. No obstante, el punto importante es que la inflación aumentó, debido fundamentalmente a un cambio en los precios relativos de los servicios públicos, de la energía eléctrica y de la educación, que por desgracia se mantuvo en el mes de febrero de este año con cierta intensidad (gráfico 9).

Sin embargo, tal como se previó desde el año pasado, la tasa de inflación disminuyó en los meses de enero y febrero. Si no se presentan fenómenos imprevistos y no se introducen medidas, como la que acaba de caer en la Corte Constitucional, es probable que la tasa de inflación sea bastante cercana a la meta que se propuso la junta directiva del banco central para este año, al adoptar la estrategia de no reducir la inflación en forma brus-

Gráfico 9
Índice de precios al consumidor
(Variaciones porcentuales anuales)



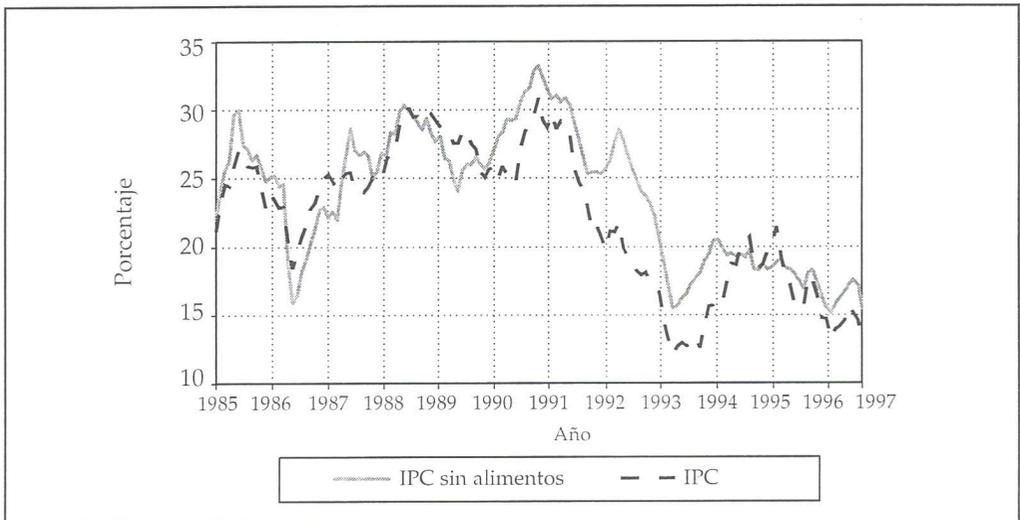
Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

ca, como sucedió en el caso de Brasil, sino de intentar reducirla dos o tres puntos por año. Es muy importante que se logre cumplir esa meta, pues allí está en juego la credibilidad de la junta en el largo plazo.

Por otra parte, es interesante señalar que el índice de precios al productor (IPP) es siempre un buen predictor de corto plazo del IPC. La única diferencia que existe es que el IPP no incluye el rubro de servicios. Las cifras del IPC, sin servicios, tienen un comportamiento bastante similar, de modo que el IPP es un excelente predictor del comportamiento del IPC correspondiente. Igualmente, puede deducirse que este último seguirá descendiendo, siempre que se mantenga esta tendencia en el IPP (gráfico 10).

En cambio, las tasas de interés nominales no dicen mucho, simplemente que la tendencia es decreciente. Las expectativas de devaluación pasaron una vez que se calmó el ambiente suscitado por la descertificación, las posibles sanciones económicas, la crisis política y el juicio al presidente en el Congreso, y se transformaron en unas expectativas de revaluación, al tiempo que se crearon las condiciones para reducir las tasas de interés. La tasa de interés más alta para la intervención del Banco de la República

Gráfico 10
IPC sin servicio vs. IPP total
(Variaciones porcentuales anuales)

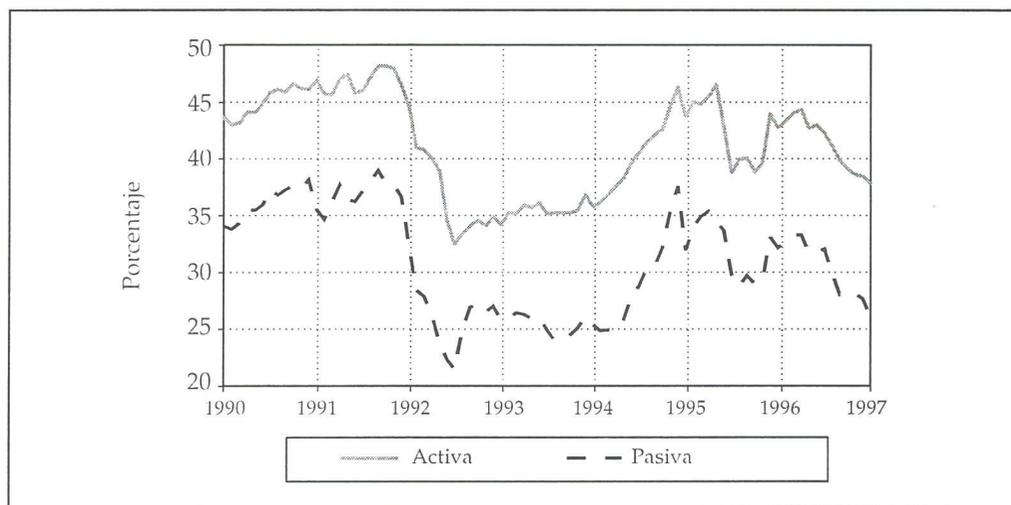


Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

durante 1996 fue de 28% a un año, mientras que a comienzos y hasta mediados del año estuvieron en niveles cercanos al 32%. La brecha entre la tasa del banco a 90 días y la tasa del mercado era excesiva, pues nunca había sido superior a medio punto. De modo que había un margen para reducirla y en la medida en que empezó la revaluación, las tasas de interés también comenzaron a ajustarse con unos dos meses de rezago; sólo a finales del año las tasas de intervención del banco llegaron a ser la tasa piso del mercado. A partir de diciembre, con la reducción de las tasas de intervención, el mercado ha considerado que ésta es la señal que debe seguir el sistema financiero con respecto a sus propias tasas de interés (gráfico 11).

Es indudable que la junta directiva del banco central tomó una serie de decisiones, en 1992-1993, para tratar de eliminar el diferencial entre tasas de interés internas y externas. El banco trató de reducir ese diferencial bajando las tasas de interés internas, hasta el punto de que durante algunos cortos períodos las llevó a un nivel negativo, de casi cuatro puntos, en términos reales. La tasa promedio de interés pasiva real, es decir, la que se

Gráfico 11
Tasas de intereses activas y pasivas

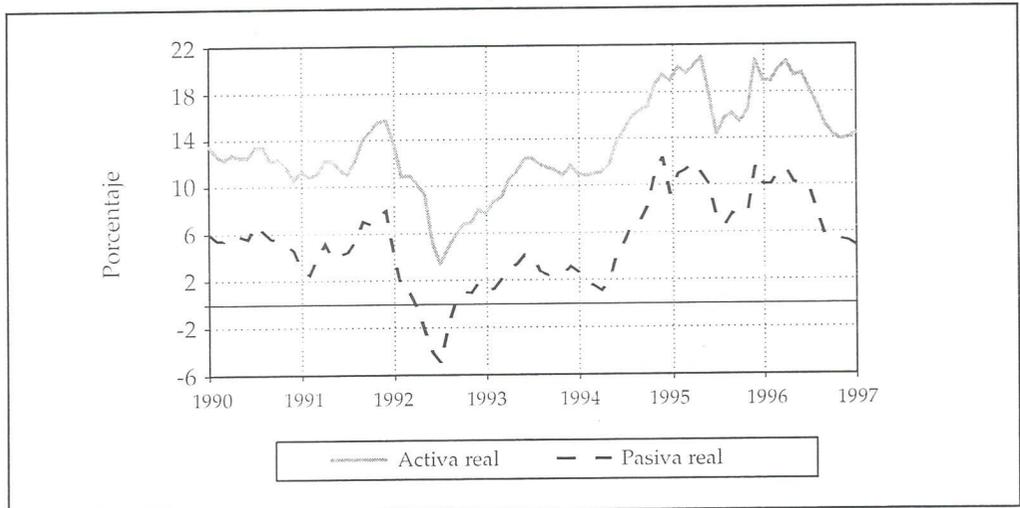


Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

paga por los depósitos a tres meses, puede estar entre el 6 y 7%. Quizá sea ligeramente alta, en términos monetarios, con respecto a lo que ha sido su nivel tradicional, pero hay posibilidades de reducirla. Sin embargo, no se puede decir que la solución para reactivar la economía es bajar las tasas de interés a cero porque lo único que lograría con ello sería generar una gran demanda de crédito y un gran aumento de la demanda agregada que llevarían de nuevo a una política de pare y siga, que no es conveniente para el crecimiento de la economía ni para las metas de inflación. Es mejor mantener un nivel razonable y relativamente estable de cinco o seis puntos de tasa de interés real (gráfico 12).

La reciente decisión de disminuir la tasa de intervención del Banco de la República, del 23 al 21,5%, muestra claramente que la junta directiva no planea reducir en forma brusca las tasas de interés reales de la economía. Este es un mensaje positivo porque da una señal de estabilidad al mercado. Con esta reducción, la junta indica que va a bajar las tasas de intervención a un ritmo semejante al de la inflación. Esa es una actitud razonable. En mi opinión, las tasas reales pueden sostenerse a ese nivel por un buen período de tiempo, y empezar a solicitar mayores reducciones

Gráfico 12
Tasas de intereses activas y pasivas reales



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

de las tasas de interés, simplemente por el afán desesperado de buscar una recuperación de la economía, sería un grave error. Por fortuna, la junta directiva ha resistido esa tentación y las presiones que se han ejercido sobre ella.

Coyuntura monetaria y cambiaria

Durante este período la banda cambiaria tendió a aumentar, como resultado de la emergencia; con todo, hay que resaltar que no existen condiciones para que se produzca una devaluación de la tasa de cambio en términos reales. Si se intenta mantener la tasa de cambio real más o menos constante, es de esperar que la tasa de cambio permanezca cerca del piso del corredor cambiario porque no ha habido una reducción importante del déficit del gobierno central ni del sector público no financiero, así como tampoco un incremento sustancial en el ahorro del sector privado. De modo que no hay señales que indiquen que se va a reducir el gasto de la sociedad en términos netos, y no existen presiones sobre la tasa de cambio.

En los países que han adoptado las bandas cambiarias, es normal que la tasa de cambio sea volátil; además, esa es una de las fuentes de utilidades de los intermediarios financieros; si no existe volatilidad, no hay arbitraje y no se obtienen utilidades. En los países donde hay tasas flexibles, flotación sucia o bandas cambiarias semejantes a la nuestra, es lógico que la tasa de cambio se modifique de acuerdo con las noticias sobre la economía, con las decisiones que adopte el gobierno en materia de gasto y con las decisiones monetarias del banco central. Lo normal es que la tasa de cambio a veces esté por encima y a veces por debajo del centro; sería un error esperar que siempre esté exactamente en el centro del corredor. De modo que las autoridades económicas y el gobierno no deben asustarse porque en ocasiones caiga y en ocasiones suba, justamente porque la decisión que tomó la junta directiva del banco fue tolerar los movimientos dentro de esa franja; así se sacrifica estabilidad cambiaria para maximizar el manejo de la política monetaria.

A veces los funcionarios hacen anuncios un poco “destemplados” cuando hay modificaciones en la tasa de cambio que no les parecen convenientes. Comparto la opinión del gerente del banco cuando preguntaba: “¿cuál es el problema, si el banco sostiene la banda? La tasa está dentro de la banda y eso es lo que el banco ha anunciado, esa es la política y las reglas del juego que se han establecido”. La pregunta relevante es, entonces: ¿se va a sostener la banda? Porque las instituciones deben operar suponiendo que se va a presentar cierta variabilidad y tratar de explotar favorablemente esa variabilidad dentro de la banda cambiaria.

Reservas internacionales

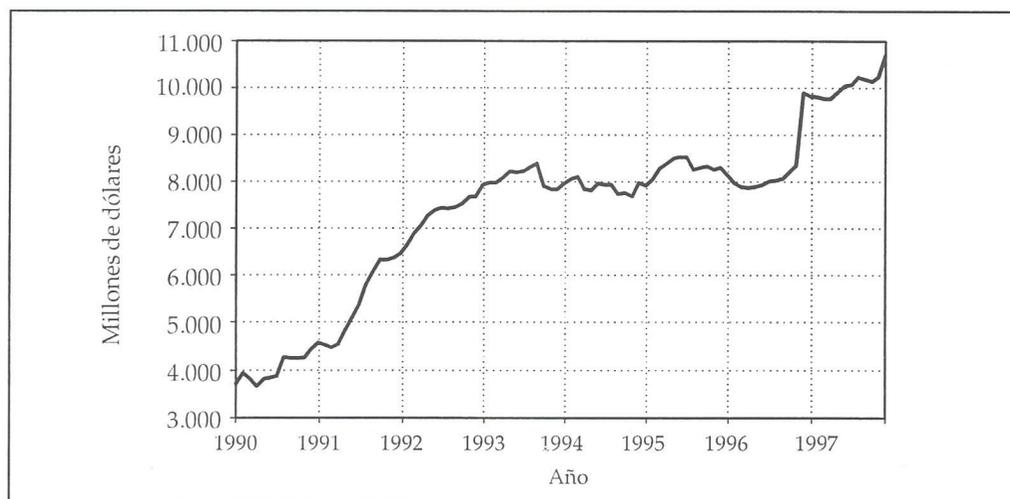
El país vivió un período de gran estabilidad de las reservas. En el lapso 1995-1996, esa estabilidad obedeció a la combinación de un excesivo endeudamiento público y privado en el sector externo con la salida de capitales que se produjo por el problema de la crisis política. De no haberse presentado la crisis política, la curva de las reservas habría sido continua, lo cual reflejaría el deterioro progresivo de las finanzas públicas y el aprovechamiento de los diferenciales de tasas de interés por parte del sector privado.

¿Qué se puede esperar en materia de reservas? Aún no se conoce la proyección oficial del banco, pero puede oscilar entre \$300 y \$800 millones. Es importante señalar que cuando se anuncia que ya no va a contraerse un endeudamiento con el exterior por US\$1.000 millones sino que ese endeudamiento va a ser en pesos, sería un error pensar que la acumulación de divisas sería solamente de \$100 millones. ¿Por qué? Porque los mercados de capitales, el mercado interno y los mercados externos, están comunicados; existe una relación entre tasas de interés internas y externas. Así, si el sector público se dedica a demandar recursos en el mercado interno, ejerce una presión al alza de las tasas de interés y favorece el ingreso de capitales del exterior. Eso es lo que se denomina coeficiente de compensación, que en el corto plazo puede ser menor que uno y dar un margen de maniobra de corto plazo, pero a la vuelta de dos años llega a ser igual a uno y se acaba el margen de maniobra. De modo que la única solución es endeudarse menos en el exterior porque se va a gastar menos, la cual sí tendría un impacto duradero tanto en la acumulación de reservas como en la tasa de cambio. Pero si simplemente se sustituye la deuda y no se colocan US\$1.000 millones sino \$1 billón, el resultado en el corto plazo es una acumulación de reservas internacionales a un ritmo muy parecido al inicial. En los análisis de lo que puede suceder con la tasa de cambio y las tasas de interés internas hay que tener en cuenta este hecho (gráfico 13).

¿Qué ha pasado con el corredor de la base monetaria? Este debe ser un instrumento fundamental, pues esa es la meta intermedia de política establecida por la junta directiva del banco y tiene la máxima prioridad entre las metas intermedias adoptadas por el banco. Como la base monetaria tiende a pegarse al techo de ese corredor, el banco central va a tener que decidir entre las siguientes opciones:

- Elevar las tasas de interés para hacer mayores captaciones y congelar más recursos.
- Comprar menos divisas. En este caso, tendría que analizar el impacto sobre la sostenibilidad de la banda cambiaria.
- Subir los corredores de la base monetaria porque ya no comparte la meta de inflación.

Gráfico 13
Reservas netas

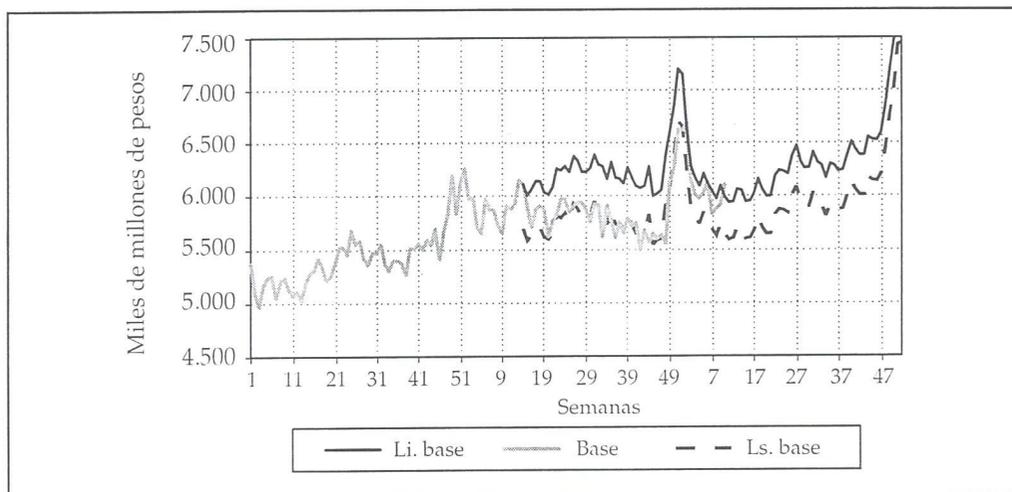


Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

Si la base monetaria se mantiene en la parte superior del corredor, en el corto plazo van a aparecer presiones para que el banco adopte algunas medidas en materia de tasas de interés o, simplemente, para que deje desbordar el corredor, y esto puede generar dificultades para el cumplimiento de la meta de inflación. El corredor de la base monetaria es la meta intermedia más importante para el banco y uno de los instrumentos que deben seguirse atentamente en el corto plazo para saber cuáles son las preocupaciones que percibe el banco en relación con el cumplimiento de sus metas macroeconómicas (gráfico 14).

El año pasado afirmé que a medida que se disminuyera la dispersión de los encajes se iba a reducir la volatilidad de la tasa interbancaria, y que a medida que se hicieran más predecibles los pagos de tesorería y que las entidades financieras incorporaran las fechas de los impuestos y los traslados de los mismos, se facilitarían el manejo de la tesorería en pesos. Es muy importante que este año se haga un seguimiento cuidadoso a la compraventa de divisas por parte del Banco de la República. Cada vez que el banco compra divisas emite dinero y cada vez que las vende lo recoge. En estos períodos de volatilidad de la tasa de cambio hay que tener en cuenta ese hecho. La banda monetaria también va a ser impor-

Gráfico 14
Corredor de base monetaria
(Semana 1 de 1995 a semana 10 de 1996)



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

tante para saber qué se puede esperar en el corto plazo y cuál va a ser la política del banco central frente a la provisión de liquidez en el corto plazo.

La reducción del 32 al 28,5% de la tasa de préstamos del banco central favorece la estabilidad de la tasa interbancaria, pero también lleva a que los tesoreros se sientan tentados a asumir riesgos mayores. La discusión sobre qué tan baja debe ser esa tasa de los repo del banco central siempre toma en consideración este hecho. Si el banco provee lo que se le solicita a una tasa muy baja, nadie va a tener incentivos para no quedar ilíquido en un momento dado; en ese sentido, el banco ha sido muy cuidadoso con respecto a la reducción de esta tasa. En vista de las tendencias de la inflación y de las tasas de interés, un nivel de 28,5% es adecuado; un margen de ese orden acarrea un costo suficientemente elevado para la iliquidez y no la favorece otorgándole un premio. Pero para que el sistema funcione, también se requiere mucha responsabilidad del sistema financiero.

POLÍTICA MONETARIA CON TES:
LA TRANSICIÓN A 1999

Mónica Aparicio
*Subgerente Monetaria y de Reservas
del Banco de la República*

En mi opinión este foro resulta muy importante por varias razones:

- En primer término, por el tipo de personas que participan. Al observar el temario, que en cierta forma se refiere a la transición de la política monetaria en TES, puede concluirse que si no se comienza a debatir el mecanismo con las personas que van a implementarlo, se trataría apenas de un ejercicio intelectual y académico interesante, pero se perderían posibilidades para que el mecanismo tenga éxito. Por esto es conveniente empezar bien, para no improvisar cuando se ponga en práctica.
- A partir de 1999 la política monetaria deberá manejarse con TES. Como este es un mandato legal, habrá que prepararse para cumplirlo en forma adecuada.
- Somos agentes fiscales del gobierno y en ese sentido tenemos que ver con todo el proceso de emisión de TES, de modo que podemos ayudar a organizar este mercado.
- Gracias a la transición se podrán modernizar los mecanismos con los que se realiza la política monetaria, lo cual contribuirá a la profundización de los mercados financieros, tanto el monetario, como el de los repo y el de deuda pública. En ese sentido, también hará posible que las tesorerías de las instituciones financieras se conviertan en centros de control de costos y de supervisión de utilidades mucho más activas e importantes.

- Igualmente, permite importar experiencias internacionales de economías más desarrolladas que operan con ese mecanismo.

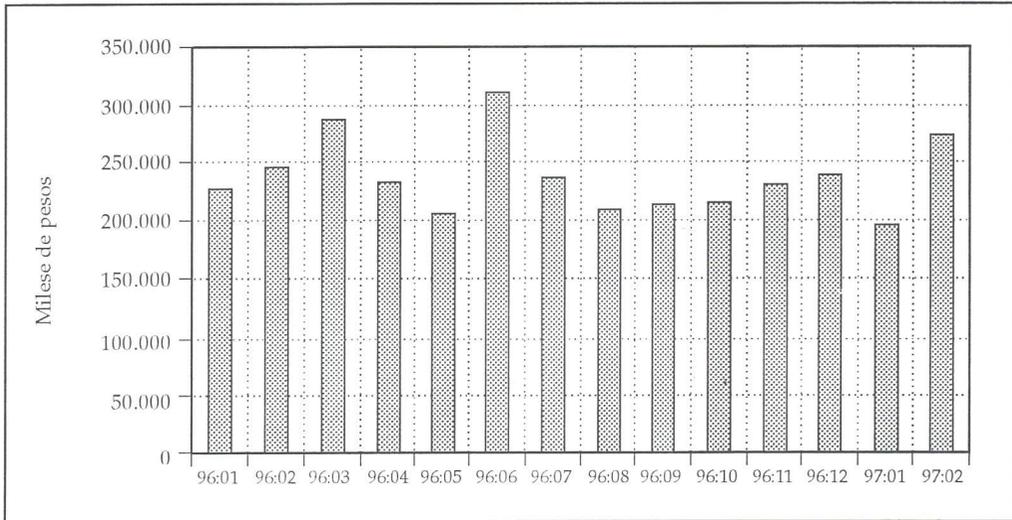
A pesar de esas posibilidades, es necesario mencionar algunos elementos que dificultan la transición en Colombia:

- Puesto que el Banco de la República es deudor y no acreedor del sistema financiero, la transición y la implementación de la política monetaria con TES resultan especialmente difíciles. El banco es deudor porque coloca las OMA, en tanto que los intermediarios financieros las mantienen en su poder. Cuando el banco central es un acreedor neto del sistema, la obligación de mantener los papeles es de los intermediarios financieros y no del Banco de la República. Posteriormente se verán las implicaciones de esta situación que, aunque parezca trivial, plantea un problema de fondo para la aplicación del esquema.
- La política monetaria actual tiene un objetivo de cantidades y no de precios. En el período noviembre-diciembre, la junta directiva del banco central decidió fijar una meta intermedia relacionada con la base monetaria. Con ese propósito, definió un derrotero y una trayectoria en los que la estabilidad de precios, tanto de tasa de interés como de tasa de cambio, no tiene tanta relevancia.
- Los mercados financieros colombianos son poco profundos y, relativamente, poco desarrollados; no sólo el mercado de capitales sino también el mercado monetario. Para dar una idea de la escasa profundidad del mercado, puede mencionarse el hecho de que el mercado interbancario es de unos \$300 mil millones, cifra que no llega ni siquiera al 5% de la base monetaria; por el contrario, en un país que cuenta con un mercado interbancario desarrollado –que en últimas es el que da la liquidez al resto de los mercados– la base monetaria oscila entre diez y veinte veces (gráfico 1).

Punto de partida

Las características que definen la situación actual y que condicionan la transición y las acciones futuras son variadas. En este momento, el banco

Gráfico 1
Promedio diario de negociaciones interbancarias



realiza operaciones de contracción a lo largo de la curva de rendimientos, de modo que interviene en todos los plazos: en el de un día, y en los de 7, 15, 30, 45, 60, 90, 180 y 360 días. Sin embargo, el banco ha tratado de reducir los plazos largos, de tal manera que el mercado sea el que fije el precio para ese tipo de plazos; por ello ha comenzado a concentrar sus operaciones en los plazos cortos de la curva. De todas maneras, en Colombia no se cuenta con una estructura de plazos largos, y cuando el banco central participa en el plazo de 90 días, se tiene la impresión de que está participando en el tramo largo de la curva de rendimientos.

Las operaciones de contracción monetaria son de carácter permanente y se realizan con títulos emitidos por el banco central. Las tasas las fija discrecionalmente su junta directiva, y cuando se intervienen todos los plazos, el banco les pone un piso a los de la curva de rendimiento.

La intervención del banco es pasiva, pero cuando se adopte la política basada en TES, va a presentarse un cambio fundamental. En este momento, el banco tiene un corredor monetario con un techo y un piso para los niveles de tasa de interés. Los intermediarios financieros pueden colocar en el banco todos sus recursos y todos sus excesos de liquidez a la tasa

piso, y también recibir préstamos del banco en operaciones repo a la tasa techo. Sin embargo, ese precio quizás sea el único que el mercado conoce, y la operación del banco en este momento es pasiva.

La junta directiva no ha decidido establecer un sistema de subastas en este momento y tampoco antes, cuando no tenía los corredores monetarios, sino que sencillamente fija una tasa y la cantidad la determina el sistema financiero.

La colocación de TES por parte del banco nunca ha buscado cumplir con objetivos monetarios. En todas sus operaciones de colocación y de emisión el banco actúa como agente fiscal, pero en ningún momento ha utilizado ese tipo de papeles como instrumento de política monetaria. Cuando efectúa las compras de títulos, los usa como un colateral que exige el banco para poder expandir la cantidad de dinero; no obstante, nunca ha usado su venta como instrumento de contracción.

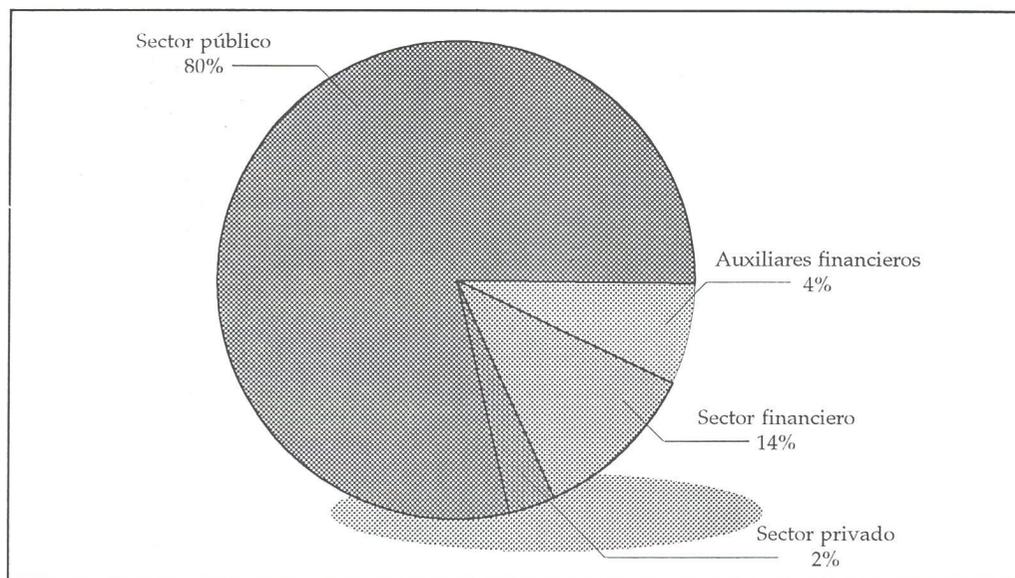
Características del sector público

El nivel de la deuda pública interna es bajo. En esa medida, el endeudamiento interno del gobierno sólo comenzó a ser un instrumento para financiación del déficit público en los últimos años; sin embargo, existe la materia prima para desarrollar el mecanismo de los TES, y si se hacen proyecciones hacia el futuro del sector público no financiero y del déficit del gobierno central, se encuentra que se va a contar con materia prima suficiente y que no debemos preocuparnos por eso, aunque su nivel sea reducido.

En cambio, hay un aspecto que sí es grave y que es una condición *sine qua non* para poder desarrollar un mercado de deuda pública eficiente: la eliminación de todos los clientes cautivos a quienes se adjudica la deuda pública. En este momento, más del 80% de la totalidad de las colocaciones de TES del Tesoro Nacional que se realiza entre los agentes del mercado corresponde a instituciones públicas, especialmente al Seguro Social, pero no sólo a esta entidad, sino también al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) y a otras empresas del Estado. Por su parte, el sistema financiero sólo tiene entre el 10 y el 20% de estas colocaciones (gráfico 2).

Gráfico 2

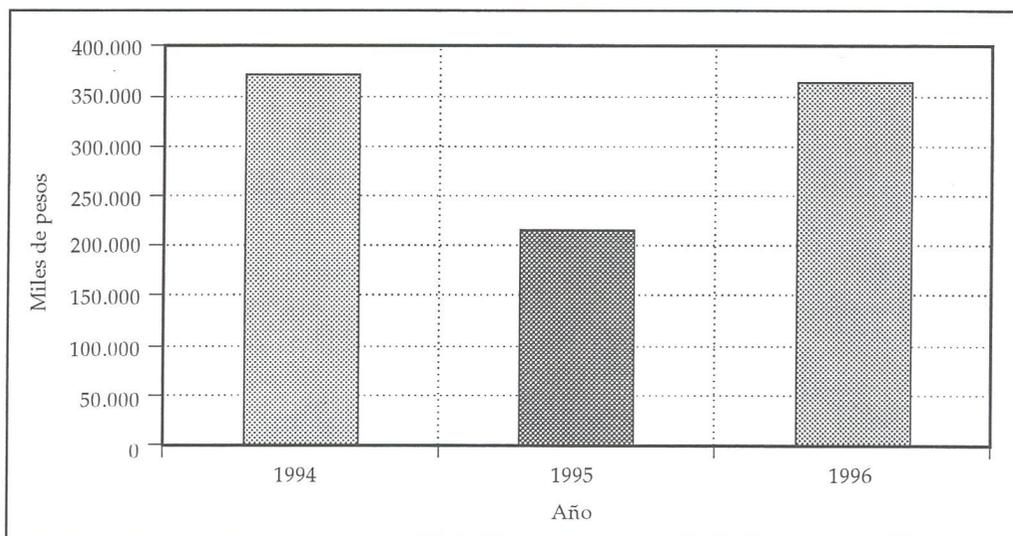
Saldo de TES clase B en circulación. Primer beneficiario (Diciembre de 1996)



Las ventas de valores se realizan sin que haya un régimen de emisión definida, en términos de periodicidad; no obstante, se ha avanzado algo en esta materia, pues hace poco la Dirección de Crédito Público envió un cronograma para que los agentes del mercado supieran cuándo subastar la deuda. Es importante que estas reglas del juego permanezcan constantes, que sean claras, y que no dependan del biorritmo del director de Crédito Público de turno.

Las tasas de interés de los títulos que se colocan entre las entidades públicas son similares a las del mercado y se derivan de las subastas. Una colocación en la que el 80% se adjudica en forma cautiva o forzosa no puede ser una adjudicación de mercado; a lo sumo puede asimilarse a ésta porque el 20% restante sí lo fija el mercado. Pero el precio de mercado del título de deuda pública sería sustancialmente distinto si toda la colocación se hiciese a través del mercado y no mediante el mecanismo que se utiliza en la actualidad. En consecuencia, el mercado secundario está poco desarrollado y el mercado de títulos de Tesorería es esencialmente primario: sólo se transan TES clase B (gráfico 3).

Gráfico 3
TES clase B. Colocaciones por subasta



A diciembre de 1996 la deuda pública de TES era de 6,5% del PIB y cuatro veces el saldo de la deuda que el Banco de la República tiene con el sector privado. El banco posee títulos de deuda pública por \$515.000 millones, que provienen de la consolidación de la deuda del banco con el gobierno; ese sería el stock que tiene en su activo para empezar a hacer operaciones de venta de estos papeles.

En la distribución de las colocaciones que se han mencionado, el 80% corresponde al sector público, el 2% al privado, el 14% al financiero y el 4% a los auxiliares financieros. En la colocación de 1996 –año en que la subasta se incrementó en forma sustancial por una autorización que se otorgó a Crédito Público para que emitiera TES por \$4 billones–, menos del 10% fue adjudicado por subasta, aunque de todos modos fue el doble de lo que se adjudicó en 1995. Ese fue un aumento sustancial, pero sigue siendo pequeño en relación con las necesidades de financiación del gobierno.

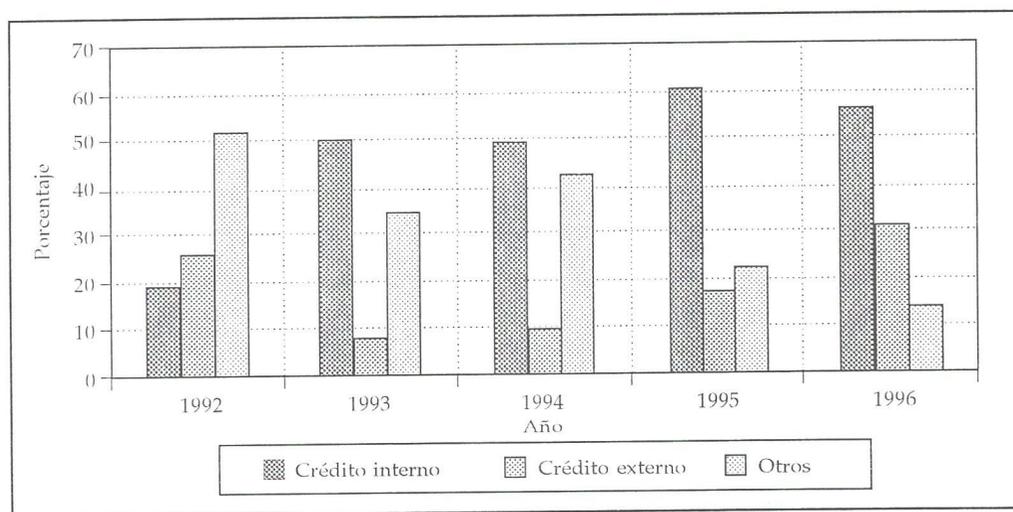
El Banco de la República y la nación tienen objetivos diferentes, pero ambos necesitan captar recursos del mercado. La nación busca financiar su

gasto público y el banco pretende controlar la liquidez del mercado para cumplir las metas de inflación. Esto hace que los dos muchas veces no sólo tengan que competir entre sí en el mercado, sino que también se enfrenten con emisores y con otros agentes del sector privado, que necesitan y que demandan recursos para financiar su actividad de intermediación en el mercado; así, se termina captando y compitiendo en los mismos plazos y por los mismos recursos. Lo anterior ha hecho que el intento de cumplir con dos objetivos no necesariamente compatibles genere inconsistencias y problemas. Uno de los mecanismos que contribuyen a resolver de manera parcial esta situación son los TES, en cuanto sólo habría un papel en el mercado.

El crédito interno ha incrementado su participación dentro de los ingresos totales del sector público. Este, que en 1992 era muy bajo, creció en 1993, 1994, 1995 y 1996, y se ha convertido en la fuente principal de financiamiento de los recursos de capital del sector público (gráfico 4).

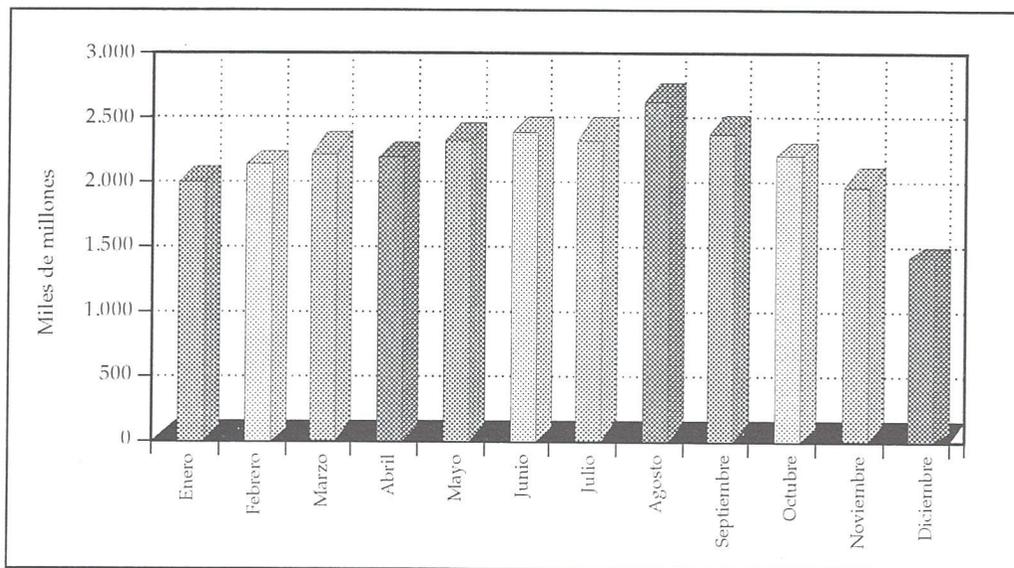
A su vez, el Banco de la República tiene un saldo de OMA que supera los dos billones de pesos. A finales del año, el banco podrá permitir la reden-

Gráfico 4
Ingresos de capital del sector público
(Participaciones)



ción de \$700 mil millones; pero las proyecciones muestran que se debe pasar el año con un saldo de \$1,3 billones. El banco sigue siendo un deudor neto del sistema, y si mantiene las metas y la programación macroeconómica existentes, tendrá que entrar al mercado y ejercer una presencia activa durante este año si pretende captar esos recursos (gráfico 5).

Gráfico 5
Saldo OMA requerido



Para que pueda empezar a manejar la política monetaria con TES, debe dejar de ser un banco central deudor para convertirse en uno acreedor. A causa de la coyuntura monetaria, esa transformación es prácticamente imposible en este momento. Hay otras formas de hacerlo, pero si el estado actual de las cosas se mantiene, sencillamente no es factible.

Una actitud más activa del Banco de la República y del mercado monetario –que será otra de las características del nuevo esquema– tiene que llevar al desarrollo de sistemas tecnológicos y de información para los mercados, con el fin de que éstos se profundicen y avancen aún más, al igual que homogeneizar el título que se va a utilizar; muy seguramente ese título será el TES con tasa fija, el más susceptible de homogeneización.

Experiencia internacional

En esta materia deben tomarse en cuenta dos tipos de experiencias: la de los países más desarrollados y la de los menos desarrollados. Mientras que en los primeros la política monetaria se maneja con títulos del Tesoro, en todos ellos el banco central tiene una posición acreedora neta. Los mercados financieros poseían un gran desarrollo previo que facilitó la utilización de mecanismos de política monetaria indirecta.

Por ejemplo, España no contaba con un mercado de deuda pública en 1987. Durante mucho tiempo, los gobiernos se habían dedicado a mantener una economía relativamente cerrada y unas finanzas públicas equilibradas. Luego comenzaron a desarrollarse con la perspectiva de entrar a la Unión Europea y se empezaron a generar déficit fiscales. El Banco de España buscó manejar la política monetaria con TES, y aunque carecían de ese mercado, contaban con un mercado de capitales de deuda privada y de renta fija y variable profundo, que les facilitó la transición. Un país puede carecer de un mercado de deuda pública desarrollado, pero el hecho de tener un mercado de capitales desarrollado cerca puede generar un efecto de contagio que le permite importar tecnología y aprovechar la dinámica de esos mercados. Finalmente, el banco central hace operaciones de repo en el mercado secundario y deja que el mercado defina las de tasas de largo plazo.

En países con esas características, el banco central trabaja en el tramo corto de la curva. Opera en los plazos de uno a 30 días, y el resto de la curva recoge los efectos de la política monetaria, a través de los mecanismos de transmisión existentes. El banco no interviene, no fija y no regula las tasas de cuatro, cinco o siete años; sencillamente se concentra en el tramo corto de la curva y el mercado hace el resto del trabajo.

En algunos países en desarrollo también se utilizan títulos del banco central. En general, el manejo de la deuda pública como mecanismo de política monetaria ha tenido grados de éxito viables y ha sufrido modificaciones a través del tiempo. Y la experiencia no ha sido homogénea, precisamente por la ausencia de los mercados. Algunos países intentaron manejar la deuda pública con títulos del gobierno, pero por problemas de coordinación entre el gobierno y el banco central, tuvieron que eliminar el esquema y volvieron a emitir papeles del banco central. En otros casos,

el esquema se eliminó porque la posición del gobierno no era deficitaria y no había suficientes papeles, condiciones que no permiten manejar la política monetaria.

Hay cinco países que han utilizado el mecanismo y cuya experiencia tiene cierto interés: Paquistán, Kenia, Gambia, Israel y México. En tres de ellos –Kenia, Israel y México– la experiencia ha sido relativamente exitosa, gracias a la coordinación con el gobierno central, que autoriza la emisión de papeles y la regulación de la política monetaria a través de esos papeles.

En México, donde había un desequilibrio fiscal moderado, el banco central tuvo éxito hasta 1994. Después, con el ajuste, el desequilibrio se redujo y se tuvo que abandonar el esquema. En este momento, la política monetaria se maneja con base en subastas de depósitos dentro del banco central, aunque se piensa retornar al esquema de títulos públicos y hacerlo más activo. En Israel y Kenia ese mecanismo funciona relativamente bien, gracias al alto grado de coordinación con el sector público.

Papel del banco central y del sector financiero

En el manejo de la política participan tres agentes con funciones específicas e interdependientes, que en caso de incumplirse impiden el buen funcionamiento del conjunto y de los demás participantes. El primer agente es el banco central; el segundo, el sector financiero en un sentido amplio –no sólo los intermediarios financieros, sino también los corredores de bolsa que son parte del mercado–, y el tercero, el sector público.

Banco central

Su participación es muy importante y debe cumplir varias funciones. Desempeña un papel esencial en cuanto a infraestructura y liderazgo para el desarrollo del mercado de deuda pública, además de la gran incidencia que tiene su participación en las operaciones del mercado.

El banco debe proporcionar la infraestructura técnica para la negociación de la deuda. Además, controlar y supervisar el mercado, suministrarle

toda la información necesaria y participar directamente en las operaciones del mercado. El banco central debe ejercer la función de infraestructura cuando el mercado no llena este espacio por sí solo. Aquí me refiero sólo al momento inicial, pues no creo que el banco deba ejercer todas las funciones en forma permanente. Puede pensarse, por ejemplo, que el banco central sólo debe promover el desarrollo de un sistema de transacciones cuando el mercado carezca de un sistema transaccional. Pero una vez que entran otros agentes, éstos se encargan del funcionamiento del sistema como tal. En relación con el mercado, la función del banco central trasciende la simple operación del sistema de transacciones existente en el mercado de deuda pública.

En cuanto a la infraestructura, ya se han desarrollado varias tareas y se está avanzando en otras. El banco central es el agente fiscal del gobierno, lo ha sido tradicionalmente y lo seguirá siendo. Además, debe garantizar la transparencia y la oportunidad de las operaciones de transacción, compensación y negociación, y de la información que recibe el mercado. En este momento, esto se garantiza a través del Depósito Central de Valores (DCV). A partir de 1997, toda la colocación se hará en forma inmaterial. En colaboración con el Ministerio de Hacienda, se logró dar un paso importante con la aprobación del último proyecto sobre presupuesto, que ordena que todos los TES que se emitan en 1997 sean inmateriales. Eso no impide que haya una porción de la deuda que se transe en forma material y que, por lo tanto, no pueda controlarse. Mientras la deuda sea material, el banco no puede contar con toda la información, ni de los tenedores ni del precio a que se está transando.

Sin embargo, dada la concentración de la deuda en los tramos de corto plazo es previsible que, de mantenerse la norma para el año que viene, y con una rápida rotación de la deuda, el grueso de la deuda pública sea en forma inmaterial y se supere ese cuello de botella hacia finales de 1997.

En los demás países, hace años no se materializan títulos. Es una práctica internacional que da mayor seguridad y agilidad a las negociaciones, permite obtener mayor información y hace posible un mejor control, desarrolla y profundiza el mercado de deuda pública. Hoy en día, las entidades pueden tener cuentas de terceros; esto es, que los intermediarios financieros hagan compras por cuenta de los clientes, no solamente man-

teniendo la posición propia de cada entidad, sino también para cada cliente, abriendo una cuenta en el DCV para registrar las transacciones de los distintos tenedores de los papeles.

El banco también tiene una responsabilidad enorme en la modernización del Sistema Electrónico del Banco de la República (Sebra) y en la reducción de algunas de sus limitaciones, área en la que ya se ha avanzado. A través del Sebra se presentan las ofertas del mercado primario y se envía la información relevante para cada subasta: plazos, cupos, condiciones financieras del papel, etcétera. También se difunde la información de los resultados de las subastas, la demanda total, la tasa de corte, la clase de entidades beneficiadas, etcétera. Además, las operaciones se compensan y se liquidan por medio del Sebra. El mercado se verá beneficiado por la información que se transmite a través del Sebra si se hace un buen uso de este mecanismo y se consigue que todos los agentes reporten las transacciones que realizaron, al igual que los plazos y las tasas respectivas. Así, el banco sólo tendría que reprocesar esta información para entregársela al mercado.

El banco también ha hecho avances en el área de la infraestructura del sistema de negociación electrónica, tanto en repo como en los mercados interbancario y de deuda pública. El banco se ha esforzado por desarrollar este sistema, porque el país carecía de él; se prevé que el sistema esté en funcionamiento en el segundo semestre del año. En los países desarrollados el banco central no es el operador del mercado, pues esta función tiende a ser de iniciativa privada. En mi opinión, esa es la dirección que debe seguirse; la participación del banco central es necesaria mientras que el sistema adquiere un desarrollo inducido por los agentes privados; de ahí en adelante los intermediarios financieros se encargan de su funcionamiento y deciden quién se mantiene en el mercado.

Cabe pensar que el banco apruebe la participación de todos los agentes que reúnan las características mínimas, para que operen como las interfaces que el banco requiere, de tal forma que puedan liquidar, compensar y transar directamente dentro del sistema. Todo este esquema se soporta en unos sistemas adecuados de comunicación, transacción, información y compensación que permitan plena transparencia en las negociaciones a todos los participantes del mercado. Así mismo, será posible una super-

visión más atenta y eficaz del comportamiento del banco, de los demás agentes y de la nación.

Participación del Banco de la República en el mercado

El desarrollo de un mercado de capitales más profundo y eficiente requiere un mercado monetario con alta liquidez y transparencia, que dé liquidez a las inversiones de largo plazo, sin afectar drásticamente la rentabilidad de estas inversiones. Por su parte, el banco central debe actuar en el mercado de recursos a corto plazo, para cumplir sus metas de inflación.

A nivel operativo, el banco central puede participar en el mercado de deuda pública mediante dos tipos de operaciones: compras y ventas, transitorias o definitivas. El Banco de la República ya ha participado en las compras, aunque no en forma definitiva, ya que estas operaciones sólo se hacen cuando se requiere una expansión permanente. El problema surge en el lado de las ventas, porque en este momento éstas se hacen con papeles emitidos por el banco central y no con papeles emitidos por el gobierno; es decir, hace falta orientación en esa dirección.

La experiencia internacional muestra que los bancos centrales concentran sus operaciones en los plazos cortos y que su intervención transmite los cambios de la tasa de interés de corto plazo, hacia las tasas de plazos más largos. Las OMA son el instrumento más rápido y ágil para afectar las tasas del mercado. Prácticamente hasta los años ochenta, el instrumento que más utilizaron los intermediarios financieros fueron las ventanillas de descuento de los bancos centrales. En la mayoría de los casos, la ventanilla de descuentos hoy prácticamente no se utiliza, por lo cual las operaciones de mercado abierto se han convertido en el instrumento fundamental para ejecutar la política monetaria. Los agentes observan el comportamiento del emisor y fijan las tasas de los plazos restantes de la curva de rendimientos. Esa práctica es más transparente que una situación en la cual un banco central fija las tasas de todos los plazos del mercado, a través de sus propias operaciones, pues esas tasas no son necesariamente las que equilibran la oferta y la demanda de fondos de cada plazo.

La concentración de las operaciones de control monetario en el extremo corto de la curva tiene muchas ventajas. Entre otras, no se compite con el ahorro de los intermediarios financieros, aunque afecte las tasas a las que captan ese ahorro. Hoy en día, el banco central y los intermediarios captan recursos a 90 días simultáneamente, generando así una competencia indeseable por el ahorro financiero.

Agilidad de la intervención en el mercado monetario

El mercado de capitales y el mercado interbancario pueden desarrollarse aún más si la política monetaria tiene un menor costo para los agentes económicos. Se ha afirmado que las tasas de interés repuntaron en el período reciente, en virtud de que algunas instituciones se excedieron en sus colocaciones de OMA a finales del año pasado y a comienzos de 1997. En caso de que esto haya ocurrido, se debió a una decisión –como cualquier otra– de los tesoreros o de los vicepresidentes financieros de las entidades; además, es claro que el banco central no tiene que solucionar los problemas causados por una mala decisión financiera de los intermediarios ni tampoco reducir los beneficios de una buena decisión.

Cuando el banco central interviene en el tramo corto de la curva, y altera las condiciones de intervención del mercado, esas decisiones financieras tienen un costo relativamente bajo en el tiempo, aunque también puede obtenerse un beneficio; pero, en general, se reducen los costos y la política monetaria no pierde grados de libertad, como sí sucede cuando, debido a las decisiones que toman, las entidades financieras empiezan a hacer otro tipo de demandas y a ejercer presiones para que la decisión sea por un día o por una semana. Los intermediarios deben asumir ese costo o conseguir ese beneficio calladamente y prepararse para la próxima decisión de inversión. Cuando el banco interviene a 90 o 180 días, una buena o mala decisión es más duradera y supone mayores costos o beneficios.

A nivel operativo se efectúan cuatro tipos de operaciones. Ya se mencionaron las compras que hoy en día están autorizadas y reglamentadas. Se realizan compras transitorias entre uno y siete días y no sólo se aceptan TES, sino cualquier papel emitido por el gobierno: títulos de Finagro, bo-

nos de Ley 55, del Decreto 700, etcétera. No se admiten TES que se hayan emitido con menos de un mes, pues su plazo debe ser mayor. El plazo máximo para las compras transitorias es de siete días y no se permite que el intermediario financiero mantenga, en forma permanente, recursos del emisor por más quince días, dentro de un período de 30 días calendario. Quien esté utilizando los cupos de liquidez del Banco de la República no puede acceder a los repo del banco. Esas son las condiciones de compra que todos conocen. En las compras definitivas existe el problema de que cuando el banco central efectúa una de ellas, interviene en los plazos mayores y termina fijando la tasa de mercado para esos plazos.

Las ventas transitorias son el instrumento de expansión monetaria más utilizado por los bancos centrales. La estacionalidad de la demanda por dinero se maneja a través de los plazos de colocación de la deuda; esto es, mediante un proceso de *fine tuning*. Cada vez que se acerca una coyuntura de baja liquidez –bien sea la de Semana Santa o la de diciembre– se intenta ajustar los plazos de colocación de la deuda del banco para que, en el momento en que se produzca la estacionalidad de baja liquidez en el mercado, se estén redimiendo los títulos; sin embargo, este no es un mecanismo de operación muy ágil y se requiere que el banco central construya un portafolio de inversiones con títulos de deuda pública.

Tradicionalmente se han utilizado de manera exclusiva los papeles emitidos por la nación, pues tienen el menor riesgo crediticio y la mayor liquidez del mercado. Así opera la política monetaria en otros países.

Las ventas definitivas, por su parte, requieren –igual que las compras– que la contracción sea permanente y, a su vez, tienen el mismo problema que las compras definitivas; esto es, que el emisor termina fijando las tasas a plazo del mercado.

Para el Banco de la República, las operaciones de expansión, bien sean compras definitivas o transitorias de títulos de deuda pública, hoy se realizan cumpliendo las exigencias establecidas por la ley, de modo que aquí no existe ningún problema. Si el banco tuviese que hacer un ajuste y se viese en la necesidad de efectuar una expansión, estaría cumpliendo la totalidad de los requisitos legales. Los problemas se presentan en el caso de la contracción, la cual se realiza con papeles del banco.

Papel del sector financiero

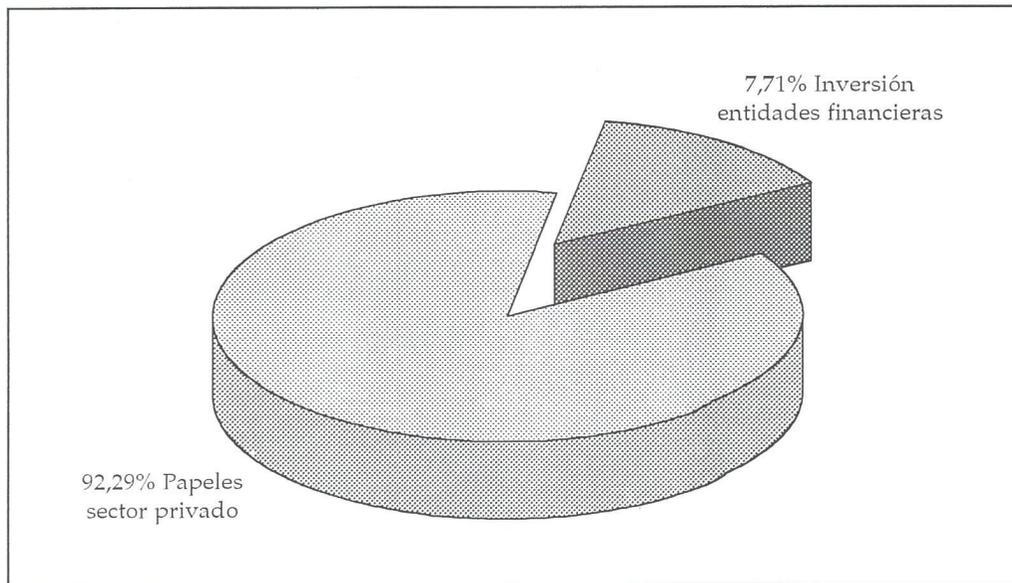
El sector financiero, motor del mercado de deuda pública, puede fijar las tasas de interés de largo plazo si cuenta con un mercado monetario líquido. La existencia de un mercado monetario profundo es una condición fundamental para que el de deuda pública se pueda desarrollar. Si se carece de un mercado monetario líquido, no se puede desarrollar uno de deuda pública, porque no hay manera de transar y de liquidar papeles con plazos de tres, seis o siete años. De modo que es necesario profundizar el mercado monetario, como condición previa para que el de deuda pública pueda despegar.

Las tesorerías de las entidades financieras deben mejorar los métodos de estimación de la liquidez presente y futura del mercado. Y como las posibilidades del banco central para dar liquidez a su portafolio dependerán del monto de los títulos de deuda pública, el banco y los operadores del mercado tendrán que responder con mayor agilidad y rapidez. Habrá muchas oportunidades de hacer negocios con esas operaciones, y para que éstas sean más rentables, se requiere una supervisión más atenta de lo que está pasando en el mercado, pues éste se moverá con mayor rapidez. Las nuevas oportunidades exigirán una actitud más dinámica y un considerable esfuerzo de aprendizaje. El banco aún carece de la experiencia necesaria, y ésta ha sido una de las críticas que han hecho los expertos internacionales.

Cuando se observa la participación de los TES en el balance de las inversiones del sector financiero, se encuentra que sólo asciende al 7,71% de la inversión total de las entidades financieras. El resto corresponde a papeles del sector privado. El nivel actual de TES no es suficiente para cubrir las necesidades de operación monetaria del emisor, pues para que el sector financiero participe eficazmente en el nuevo sistema de manejo, debe ser más ágil en las negociaciones del mercado monetario y fomentar el uso de instrumentos de negociación más modernos, como los sistemas electrónicos. De lograrlo, el beneficio será recíproco (gráfico 6).

Ha habido muchas ocasiones en que algunos intermediarios financieros demandan recursos al Banco de la República a una tasa del 33% y, en ese mismo día, otros intermediarios financieros colocan sus recursos a una

Gráfico 6
Participación de los TES clase B
en las inversiones del sector financiero



tasa mucho menor. Este problema de comunicación y de intermediación lleva a que, en un mismo día, se coloque un volumen de recursos de \$100 mil millones al 21,5% y que al mismo tiempo se soliciten \$80 mil millones al 28,5%. Como puede verse, existe un grave problema de comunicación que puede resolverse en parte con la existencia de un sistema electrónico de información. Si el mercado operara a través de medios electrónicos, habría más control y los intermediarios financieros sabrían oportunamente quiénes tienen un exceso de oferta de recursos y quiénes demandan recursos.

En este momento, las comunicaciones permanentes a través del teléfono o del fax, no son lo suficientemente eficientes para limpiar el mercado antes de que las operaciones se registren en el banco central, como debería suceder, pues el banco sólo ha de actuar como prestamista de última instancia. Si los intermediarios financieros conocen la oferta y la demanda de recursos, pueden colocarlos y solicitarlos automáticamente y el mercado puede limpiarse antes de llegar a la tasa más alta. Creo que los sistemas electrónicos de negociación se convertirán en un impor-

tante instrumento para la gerencia, y dará mayor claridad y transparencia a las operaciones y a los negocios, que el mecanismo que existe hoy en día.

A este respecto, el banco ya ha dado pasos importantes para garantizar que el mercado de deuda pública tenga un desarrollo acelerado en torno del proyecto de modernización del sistema de pagos. Además, está actualizando y ampliando el Depósito Central de Valores. Un paso inicial es seleccionar los agentes que aspiran a convertirse en creadores de mercado. Si el banco y el gobierno no establecen otro tipo de condiciones, es sencillamente imposible que funcione la selección *per se*. Los intermediarios financieros pueden tener toda la voluntad para contribuir a desarrollar el mercado, pero si el banco y el gobierno no hacen sus tareas, el mercado no funcionará.

Hoy se tiene un mayor conocimiento del esquema de subastas y de cómo funciona. Se respeta el calendario de colocaciones, por lo menos en lo que se refiere al cronograma y al horario. Además, los papeles de deuda pública son fungibles e inmateriales. Todos estos avances se han logrado en el último año. También se modificaron las normas sobre el manejo del portafolio de inversiones, introduciendo la valoración a precios de mercado; se creó el GAP, que elimina muchas de las restricciones que se habían impuesto, en particular el porcentaje máximo que una entidad puede captar a través de repo. Finalmente, ha habido cierta modernización de las disposiciones relacionadas con las tasas de interés, la tasa de cambio, las operaciones de derivados con título de renta fija, la participación de inversionistas extranjeros y otras áreas afines.

Pese a estos avances, las condiciones no serán fáciles para la nación ni para el banco en los próximos años. Este último mantendrá un déficit fiscal creciente y eso supondrá que debe tener una participación mucho más ágil en los mercados financieros doméstico e internacional. Además, ha de enfrentar el enorme reto de convertirse en acreedor y dejar de ser deudor del sistema financiero.

Si se estipulara que el banco debe comenzar a realizar hoy mismo las operaciones de mercado abierto con títulos de deuda pública, de acuerdo con lo que contempla la ley, no podría hacerlo por las razones siguientes:

- El banco mantiene un portafolio de \$2,3 billones y a la fecha no posee esa cantidad de títulos. Sólo cuenta con \$515.000 miles de millones en TES de clase A, que no tienen las mismas características de los demás TES. Ese volumen es insuficiente y, además, no posee características semejantes a las de los demás papeles del mercado.
- Para que el banco pudiera realizar la transición hacia títulos de deuda pública, tendría que hacer una emisión primaria con el fin de comprar deuda pública en el mercado por esa misma cantidad. En este momento, las operaciones de mercado abierto aparecen como pasivo no monetario en el pasivo del balance del banco. De modo que habría que sustituir las operaciones de mercado abierto, por otro pasivo: el de la deuda con el gobierno nacional, y la emisión generaría un grave problema para el banco, pues si va al mercado, éste no tiene un volumen de títulos suficiente para hacer la sustitución.

El sector financiero en su conjunto, incluido el Banco de la República, no tiene más de \$1 billón. Posee \$630 mil millones. La cantidad de títulos del sector, junto con la que posee el banco, asciende a \$1,3 billones, suma que equivale al 66% del total de los títulos de participación que se encuentran en el mercado, de modo que no es viable realizar la transición inmediatamente. Habría otras alternativas, pero tampoco son viables, y no es conveniente sugerirlas desde el punto de vista técnico (cuadro 1).

Cuadro 1
Títulos de Tesorería TES clase B

	SalDOS	Porcentaje
Sector financiero	630,4	10,68
• Banco de la República	180,3	3,05
Auxiliares financieros	240,3	4,08
Total sector financiero	1.051,0	17,81
SPNF	4.265,2	72,33
Fogafin	445,6	7,56
Sector privado	135,3	2,29
Total	5.897,2	100,00

- Una sería elevar el encaje y comenzar a hacer la política de control monetario con el encaje, como se hizo en el país durante mucho tiempo. En la década de los ochenta, el encaje promedio fue en algunos casos del 80%; en ciertas ocasiones, el ministro de Hacienda del momento lo podía elevar al 100% y, en otras, lo reducía al 25%. En Colombia, el encaje se ha utilizado exhaustivamente como un instrumento para todo propósito. En este aspecto se ha avanzado mucho, y volver a utilizar el encaje para fines de control monetario sería un retroceso sustancial.
- Otra opción sería reducir las reservas internacionales en \$2 billones. Sin embargo, esta medida no parece conveniente, porque se ha avanzado en el desarrollo de unas reglas de juego relativamente claras, con respecto al tipo de cambio y al mecanismo de tasa de cambio que se está utilizando. Comenzar a enturbiar el mecanismo, asignándoles propósitos y objetivos distintos de los que se le han atribuido, es confundir un problema con otro.
- También podría postergarse la vigencia de la ley. Algún autor decía que si la ley no sirve, es necesario cambiarla.

Propuesta

Con motivo de esta presentación, voy a hacer una propuesta que aún no es conocida por la junta directiva del banco, puesto que es el resultado de las ideas expuestas en este foro. Creo que el ejercicio resulta interesante porque abre la discusión sobre el tema y permite recoger ideas y opiniones que contribuyan a dar viabilidad y a consolidar el mecanismo de manejo de la política monetaria, al igual que a evaluar sus posibilidades de éxito.

El Banco de la República debe tener plena autonomía para emitir títulos de deuda pública, con propósitos de política monetaria y con una autorización previa del gobierno. Este a su vez autorizaría al banco para que en sus operaciones de regulación monetaria emitiera títulos con las características que interesan al gobierno. Podría autorizarlo para realizar esas operaciones con títulos a un año y el banco les asignaría las características de las emisiones a un año. No obstante, las condiciones financieras de

esos títulos se impondrían de acuerdo con las condiciones de la política monetaria del momento.

Esos títulos no serían parte del financiamiento del sector público; pero como se trata del mismo título, el Banco de la República podría tener plena libertad sobre el volumen de cada emisión, adoptando las mismas características de emisión de los títulos utilizados para financiar el gasto público. No sería necesario que la colocación se hiciera al vencimiento; en realidad, nunca se harían al vencimiento sino en los tramos cortos. El gobierno puede decidir, por ejemplo, que las emisiones sean a 90 o 180 días, o a dos años.

Las tasas de esos títulos se fijarían de acuerdo con la orientación de la política monetaria adoptada en ese momento. Los recursos que se obtengan se contabilizarían en una cuenta del pasivo del balance del Banco de la República, como una deuda adquirida con el gobierno. De ese modo, el pasivo no monetario se eliminaría con papeles del gobierno y se sustituiría, sencillamente, por una deuda del mismo; esa deuda se denominaría “depósitos del gobierno en el banco central”.

Los intereses causados estarían a cargo del banco central. Una vez redimidos los títulos, el valor correspondiente a su deuda con el gobierno se descontaría del pasivo del Banco de la República, mientras que el pasivo actual en TP sería remplazado por el pasivo con el gobierno.

El mecanismo consistiría simplemente en un remplazo gradual, de modo que al final resultara un esquema donde quedan la base monetaria, el efectivo y las reservas del sistema financiero, al igual que la deuda con el gobierno.

Conclusiones

De todo lo expuesto anteriormente, se pueden sacar las siguientes conclusiones:

- La falta de desarrollo y profundidad de los mercados monetario y de capital no ha permitido que el mercado de deuda pública adquiera la importancia que tiene en otras economías.

- Igual que en otros países, el Banco de la República ha tenido que emitir su propia deuda; en este momento es deudor y no acreedor del sector financiero.
- Sin embargo, las condiciones han cambiado: el gobierno tiene unas necesidades crecientes de financiación interna y el Banco de la República desea modernizar su intervención monetaria (cuadro 2).

Cuadro 2
Modernización de la intervención monetaria

Banco de la República	
	Base monetaria
	Deuda con el gobierno ↑
	Títulos de participación ↓
Banco de la República	
	Base monetaria ↓ ↑
	Deuda con el gobierno ↑ ↓

- Ha habido avances. Las operaciones de expansión monetaria hoy se realizan con títulos de deuda pública. Se está desarrollando la infraestructura para negociar este tipo de deuda y el Banco de la República ha concentrado su intervención en los extremos cortos de la curva de rendimientos. En la autorización de la nación para que el banco emita deuda pública, con las mismas condiciones financieras que la deuda que hoy se coloca pero manteniendo congelados los recursos que se captan; con todo, aún falta terreno por recorrer. Por ejemplo, se requiere eliminar completamente las operaciones convenidas y forzadas de las entidades públicas en TES.
- La coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales es esencial, sobre todo en los momentos en que ambas autoridades necesitan emitir deuda.

- Es importante lograr una participación más activa del sector financiero: para que aumente la participación de los TES en los portafolios de inversión, para que el mercado monetario sea más activo y para que apoye los sistemas de negociación electrónica.

De cumplirse las condiciones anteriores, el mercado de deuda pública en Colombia tendría uno de los desarrollos más ágiles a nivel latinoamericano, se profundizaría el mercado monetario, la intervención del banco central en este mercado sería más moderna y se cumpliría con el mandato legal. Además, la nación contaría con un instrumento de largo plazo para la financiación del gasto público y el sistema financiero tendría otra alternativa de inversión y de ganancia para sus estados financieros.

EL *MARKET MAKING*
DE DEUDA PÚBLICA EN ARGENTINA.
EVALUACIÓN DEL PRIMER AÑO
DE FUNCIONAMIENTO

José Oscar Fernández
*Market Risk Manager Latin America and Canada
Division, Bank of America, Argentina*

Antecedentes

Hacia fines de 1995 la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía de la República Argentina, con el asesoramiento del Bank of America y el Banco Morgan, comenzó el estudio, desarrollo e implementación de un sistema de “creadores de mercado” (*market makers*) en títulos de deuda pública argentina.

Para ilustrar la importancia que tenía en ese momento la creación de un mercado *voluntario* de deuda pública en el país, es importante señalar que desde la crisis de la deuda internacional en 1982, hasta 1991, el Estado argentino estuvo prácticamente ausente de los mercados voluntarios de capitales. Poco después del lanzamiento del Plan de Convertibilidad en 1991, el gobierno argentino volvió al mercado internacional de financiamiento voluntario, que le había estado cerrado por muchos años. Entre 1991 y 1995 el Estado colocó deuda, en su mayor parte en el “euromercado”, por un total de US\$12 mil millones, aproximadamente.

Sin embargo, en lo relativo al mercado interno, las emisiones de deuda pública en circulación a fines de 1995 habían sido colocadas en su mayoría en forma compulsiva. Esta colocación compulsiva de bonos del gobierno tuvo su origen en dos aspectos: a) la deuda del banco central con bancos locales por encajes remunerados y depósitos indisponibles, y ciertos pasivos del Tesoro Nacional consolidados en diciembre de 1989 en

Bonos Externos serie 1989 (Bonex 89), en el marco de lo que se llamó Plan Bonex, y b) en la llamada Ley de Consolidación de Deudas de 1991, que convirtió en Bonos de Consolidación (Bocon) la deuda que el Estado contrajo con los jubilados del Sistema Nacional de Previsión Social por haberles abonado jubilaciones y pensiones por debajo de lo que indicaban las leyes vigentes, y la deuda que el Estado contrajo con proveedores y otros acreedores por incumplimiento en los pagos.

A diciembre de 1995, el saldo de deuda pública total ascendía a US\$87.708 millones, repartido de la siguiente manera:

- Deuda en moneda nacional por un total de US\$6.500 millones.
- Deuda en moneda extranjera por US\$81.208 millones, de los cuales US\$52.457 millones están representados en bonos y US\$28.751 millones de deuda no representada en bonos, que incluye la deuda bilateral, multilateral, bancaria y comercial.

En el cuadro 1 se ilustra la composición de la deuda pública a finales de 1995.

Considerando el exitoso retorno a los mercados internacionales de capitales a partir de 1991, la consolidación de la estabilidad económica con baja inflación, la superación de la crisis financiera originada por el llamado "efecto tequila", y la creciente liquidez global, el gobierno argentino decide, a fines de 1995, que las condiciones estaban dadas para lanzar un nuevo mercado doméstico de deuda pública en 1996 bajo el sistema de "creadores de mercado" o *market makers*.

El desarrollo del nuevo mercado le permitiría al gobierno acceder a financiamiento voluntario a las condiciones vigentes en el mercado, a la vez que se crearían las condiciones para aumentar el ahorro interno, al tener el ahorrador doméstico un menú de títulos con variados vencimientos y un mínimo riesgo crediticio. Con este objetivo coincidía otro de proveer nuevos instrumentos de inversión al incipiente sistema privado de fondos de pensiones y jubilaciones que, a finales de 1996, tenía más de US\$4.000 millones en fondos bajo administración, con un crecimiento proyectado de US\$3.500 millones por año durante el próximo lustro. Paralelamente, la existencia de un mercado líquido en instrumentos domésticos

contribuiría a bajar la tasa de riesgo en el país, redundando en mejores condiciones crediticias para el gobierno y para el sector privado.

Cuadro 1
Stock de deuda pública en 1995
(Cifras en millones de dólares)

A. Deuda en moneda nacional	6.500
Deuda representada en bonos	5.884
<i>Bonos de consolidación (Pre1, Pre3 y Pro1)</i>	5.816
<i>Bonos de inversión y crecimiento (BIC)</i>	56
<i>Otros</i>	12
Deuda no representada en bonos	616
B. Deuda en moneda extranjera	81.208
Deuda representada en bonos	52.457
<i>Bonos externos (Bonex)</i>	5.308
<i>Bonos del tesoro</i>	1.997
<i>Bonos de consolidación (Pre2, Pre4 y Pro2)</i>	9.697
<i>Bonos Brady</i>	24.277
<i>Bonex global</i>	2.000
<i>Bono argentino</i>	2.000
<i>Letras, préstamo sindicado, euroletras y otros</i>	7.178
Deuda no representada en bonos	28.751
<i>Deuda bilateral</i>	11.614
<i>Deuda multilateral</i>	15.384
<i>Deuda con bancos</i>	1.316
<i>Deuda comercial</i>	437
Total	87.708

El mecanismo de *market makers* había probado un alto nivel de eficiencia para lograr los objetivos antes mencionados en países desarrollados, manejándose de manera que asegurara la estabilidad del sistema, minimizando los riesgos crediticios, reduciendo los costos operativos e incrementando la transparencia y eficiencia del mercado.

El modelo argentino

Con estos antecedentes, el gobierno argentino decidió lanzar en abril de 1996 lo que se llamó el “Nuevo esquema de organización del mercado local de deuda pública”, el cual se desarrolló teniendo en cuenta los siguientes cinco objetivos: previsibilidad y regularidad, simplicidad, eficiencia, transparencia, y liquidez.

Previsibilidad y regularidad

En la resolución de creación del esquema de *market makers* se estableció que dentro de los 30 días siguientes a la promulgación de cada ley de presupuesto, la Secretaría de Hacienda deberá informar el monto total de deuda que hay que colocar en el mercado local durante el ejercicio fiscal y, a su vez, anunciar trimestralmente el cronograma de las emisiones de dicho trimestre. Para 1996 se estableció que el saldo en circulación de instrumentos emitidos con el nuevo esquema fuera de US\$2.000 millones, en letras de hasta un año de plazo.

Debido a que Argentina no tenía experiencia reciente en la colocación voluntaria de bonos de mediano y largo plazos, el gobierno consideró oportuno emitir en el primer año solamente Letras del Tesoro (Letes) a tres meses, seis meses y un año de plazo, para de esa forma concentrarse en construir una curva de rendimientos (*yield curve*) en ese período. Por herencia de la época de alta inflación, el mercado argentino no tenía tasas de interés de referencia a más de 60 días. Las Letes llenaron el vacío existente hasta un año de plazo.

Así mismo, el limitar el número, monto y plazo de las emisiones tuvo también el objetivo de examinar de manera gradual los sistemas de negociación en el mercado secundario y de liquidación de operaciones a través de un sistema totalmente nuevo de “entrega contra pago” (*delivery versus payment*). En el segundo año de vigencia del nuevo esquema (1997) se agregarían a la emisión de Letes, Bonos del Tesoro a un mínimo de dos años de plazo. Pero las condiciones de abultada liquidez global en los mercados vigentes desde el año pasado, más la necesidad del gobierno de refinanciar cerca de US\$16.000 millones de principal e intereses de deuda

que se vencen en 1997, llevaron a la Secretaría de Hacienda a emitir el primer bono a dos años el 17 de diciembre de 1996, antes de lo previsto. El monto de la emisión fue de US\$500 millones y resultó un éxito.

Simplicidad

En cuanto a la estructura de los nuevos instrumentos, se estableció que éstos se asemejarían a las estructuras vigentes en los principales mercados del mundo, es decir, letras a descuento hasta un año de plazo, y bonos de mediano y largo plazos con amortización única al vencimiento, pagos semestrales de intereses y tasa fija (aunque la resolución de la Secretaría de Hacienda prevé tasa flotante).

La adecuación de la estructura a estándares internacionales es muy importante para permitir al inversor evaluar las características de los nuevos instrumentos con criterios comunes (*yield-to-maturity, duration, etc.*). Antes de la emisión de los nuevos instrumentos, los títulos públicos en circulación tenían –y aún tienen– amortizaciones parciales de principal y son en su mayoría a tasa variable.

También se decidió cambiar el sistema de cotización de los nuevos títulos. Tradicionalmente en el mercado argentino los títulos públicos se han cotizado bajo el sistema de “precio sucio” (*dirty price*), que significa que en la cotización de un bono se incluyen su precio y los intereses corridos hasta la fecha de liquidación. Con este sistema, multiplicando el valor nominal del bono por su cotización, se obtiene el contravalor total en moneda que se tiene que pagar por el mismo. Los nuevos bonos de la deuda pública se cotizan bajo el sistema de “precio limpio” (*clean price*), que significa que la cotización de un bono incluye solamente su precio, sin intereses corridos, pues los intereses corridos hasta la fecha de liquidación deben pagarse aparte. Este es el sistema de cotización utilizado prácticamente en todos los mercados del mundo.

Eficiencia

La eficiencia se refiere básicamente a la eliminación del riesgo crediticio. Hasta el momento de la creación del esquema de *market makers*, no exis-

tía un sistema de liquidación de títulos bajo la forma “entrega contra pago” (*delivery versus payment* o DVP). Los títulos se liquidaban mediante créditos o débitos en la Caja de Valores S.A., y los pagos se efectuaban de manera independiente. La Caja de Valores S.A. es una sociedad agente de custodia de títulos cuyos accionistas son los mismos del mercado de valores (bolsa de valores).

Para que el nuevo esquema de *market makers* funcionara en forma eficiente era fundamental que se estableciera un sistema de liquidación bajo la modalidad DVP. Es así como se le encomendó al banco central la tarea de crear un sistema DVP que se encargara del registro y liquidación de los nuevos instrumentos, empleando las modalidades usuales en las principales plazas financieras del mundo. De esta manera, el banco central creó la Central de Registro y Liquidación (Cryl) para que se encargara de la tarea.

Las principales características de la Cryl son:

- Concertación de operaciones: día T + 0
- Prematching: día T + 1
- Liquidación de operaciones: día T + 3

Las modalidades principales de transferencias son “entrega contra pago” (DVP) y entrega libre de pago (*free of payment*).

Como consecuencia, los nuevos instrumentos de deuda emitidos bajo el esquema de *market makers* se liquidan por la Cryl, y los “viejos” instrumentos, emitidos previamente, se siguen liquidando por la Caja de Valores S.A., sin DVP, con el correspondiente riesgo crediticio que ello implica.

Transparencia

Los *market makers* se encargan de cotizar precios de compra y venta de los nuevos títulos en el mercado secundario por medio de pantallas públicas de Reuters especialmente habilitadas al respecto.

La evolución de las cotizaciones a los diferentes plazos conformó puntos de referencia (*benchmarks*) que pueden utilizar los sectores público y privado para hacer el *pricing* de la deuda que hay que emitir, creando así una curva de rendimientos (*yield curve*) que antes no existía.

Liquidez

En el pasado la colocación de deuda voluntaria por parte del gobierno seguía un criterio oportunista; es decir, cada vez que había una necesidad puntual de financiamiento se colocaba una emisión, generalmente en el euromercado, y a partir de ese momento en el mercado no se sabía la fecha de una nueva emisión. En el nuevo esquema, se pasa de un criterio de colocación oportunista a uno de regularidad. Se anuncia un cronograma de licitaciones, y el objetivo de la Secretaría de Hacienda es colocar íntegramente el importe anunciado para cada licitación.

Como contrapartida del compromiso de la Secretaría de Hacienda surge la figura del *market maker*, cuyas funciones principales son garantizar una demanda mínima en el mercado primario y proporcionar liquidez en el mercado secundario.

Obligaciones de los market makers

- Participar activamente en las licitaciones.
- Suscribir individualmente, al final del ejercicio, un mínimo de 4% del total de las licitaciones adjudicadas.
- Cotizar en todo momento precios de compra y venta en el mercado secundario.
- Participar activamente en el mercado secundario.
- Presentar ofertas adicionales en caso de adjudicarse un monto inferior al 100% anunciado.

Derechos

- Canalizar las operaciones de mercado abierto de la Secretaría de Hacienda de compra y/o venta de los nuevos instrumentos de deuda.
- Participar en colocaciones por suscripción directa, o licitación privada, de los nuevos instrumentos de deuda.
- Solicitar el mismo día de la licitación un 10% adicional de instrumentos al precio de corte de la licitación.
- Solicitar hasta un 2% del monto anunciado de cada licitación en el tramo no competitivo.
- Participar en las reuniones previas a las licitaciones convocadas por la Secretaría de Hacienda, a efectos de analizar la situación del mercado.

Requisitos y criterio de selección

Para ser *market maker* se debe poseer un patrimonio mínimo de US\$50 millones, disponer de equipos de venta de títulos públicos radicados en el país, y contar con los recursos técnicos y humanos apropiados para el desarrollo de sus tareas.

El criterio de selección inicial se basó en la participación primaria y secundaria de los mismos en el mercado de títulos públicos, y en el apoyo brindado a la Secretaría de Hacienda en el desarrollo del proyecto.

A los tres meses de la iniciación del nuevo programa de emisiones, en julio de 1996, se dio a conocer el criterio objetivo de medición del desempeño de los distintos intermediarios autorizados que se utilizará en la conformación de la futura lista de *market makers* para el período comprendido entre el 1º de abril de 1997 y el 31 de marzo de 1998.

Con el criterio de medición del desempeño de los intermediarios autorizados se evalúa la participación de éstos en los mercados primario y se-

cundario mediante un índice que está ponderado por el 80% para el mercado primario y por el 20% para el secundario. Dado el incipiente desarrollo del mercado en el primer año, la Secretaría de Hacienda consideró conveniente ponderar en mayor medida el mercado primario a efectos de evaluar de forma más objetiva el desempeño. A medida que se desarrolle el mercado, se irá incrementando la ponderación correspondiente al mercado secundario.

La nómina actual de los *market makers* es la siguiente:

Banco de Crédito Argentino	Bank of America
Banco de Galicia y Buenos Aires	Chase Manhattan Bank
Banco Francés del Río de la Plata	Citibank
Banco Río de la Plata	Deutsche Bank
Banco Roberts	J.P. Morgan
Banco Santander	Bank of Boston

Forma de colocación

La colocación de los nuevos instrumentos de deuda pública se hace por medio de licitaciones públicas en las que participan todos los agentes de mercado abierto autorizados con cuentas en el banco central y los agentes y sociedades de bolsa a través de la bolsa de valores.

El sistema de adjudicación se realiza mediante una tasa única de corte (sistema holandés) en dos tramos de licitación: competitivo y no competitivo. En el primero el monto mínimo es de US\$100.000 y en el segundo es de US\$10.000. Además, se establece un monto máximo para este tramo, por cada licitación, del 50% del total del monto por colocar anunciado. El monto máximo por agente en el tramo no competitivo se estableció en US\$5 millones para los *market makers* y en US\$500.000 para el resto de los agentes.

Evaluación del primer año

Al culminar el primer año de vigencia del nuevo esquema de *market making* es importante hacer una evaluación, con base en la experiencia, para poder identificar los puntos que se deben mejorar en el futuro.

Al comienzo del programa, tanto el gobierno como la mayoría de los *market makers* estaban bastante escépticos acerca de los beneficios mutuos del nuevo sistema; esto se observó especialmente en los bancos locales y en aquellos que no habían tenido la oportunidad de ver cómo funcionaba el sistema en otros países. Por esa razón se decidió empezar sólo con instrumentos de corto plazo en el primer año, y con emisiones pequeñas (de US\$300 millones en promedio).

Las emisiones de letras de corto plazo no lograron atraer a los grandes inversores, ya que los retornos que ofrecían en términos relativos no eran atractivos. Dado que los bancos tuvieron una gran liquidez durante el año pasado, debido a las restricciones de crédito que sufrió la economía como consecuencia del “efecto tequila” en 1995, los *market makers* fueron quienes compraron en su mayoría las letras para su posición propia. Esto resultó muy positivo para el gobierno que se benefició, en términos de bajos costos de financiamiento, de la competencia de los *market makers* por colocar importantes excedentes de liquidez; sin embargo, los inversores institucionales –como los fondos de jubilaciones y pensiones locales– y los fondos extranjeros prefirieron bonos de mayor duración y mayor rentabilidad.

La primera licitación de bonos a dos años, llevada a cabo en diciembre de 1996, mostró un mayor interés por parte de inversores locales e institucionales que canalizaron sus ofertas en las licitaciones primarias a través de los *market makers*. Este interés se vio justificado por la abundante liquidez existente en los mercados globales y las bajas tasas de interés internacionales (Estados Unidos, Europa, Japón). En este sentido es útil remitirse a la experiencia de otros países (España, Francia, Italia), donde la emisión de bonos a mediano y largo plazos provocó que los mercados de deuda se hicieran más amplios y profundos, aumentando su grado de liquidez y reduciendo las oscilaciones bruscas en las tasas de interés.

Si bien durante un primer período la demanda de activos públicos en esos países se centraba en los emitidos a plazos menores (letras), progresivamente se fue dando una tendencia hacia un alargamiento de la vida promedio de la deuda en circulación, debido a una creciente demanda de los activos a mediano y largo plazos (bonos). Teniendo en cuenta esto, el gobierno argentino ha decidido emitir más bonos de mediano y largo plazos con el objetivo de alargar el perfil de vencimientos de la deuda, limitando de esa forma su exposición al riesgo de mercado al momento de refinanciar la deuda existente, y balanceando los requerimientos de financiamiento del déficit fiscal con la minimización del costo de dicho financiamiento.

La fluida emisión de bonos de mediano y largo plazos debería producir un mercado secundario activo, lo que beneficiará al mercado en general. En el primer año, el gobierno ha sido el gran beneficiado, pero bajo una visión cortoplacista, pues ha aprovechado la alta liquidez excedente de los bancos y la competencia de éstos por estar en el "selecto" grupo de *market makers* para obtener financiamiento a muy bajas tasas de interés. Pero ese financiamiento fue a corto plazo, y rara vez llegó a los inversores finales. No obstante, dada la falta del interés inversor, y por tratarse de instrumentos a corto plazo, los *market makers* no generaron un activo mercado secundario.

Desde el punto de vista del desarrollo del mercado, el aspecto positivo fue que la Secretaría de Hacienda en todo momento respetó el cronograma de emisiones anunciado con anticipación, así como los montos por emitir, cosa que no siempre había sucedido en el pasado. Esto es muy importante porque el mercado se acostumbró a las licitaciones de deuda periódicas, mínimo una vez al mes. Previamente a la creación del nuevo esquema de *market making*, el gobierno había adoptado un criterio oportunista, llamando a licitaciones cuando tenía alguna necesidad específica de financiamiento, y en varios casos declarando desiertas las licitaciones por considerar que las tasas ofrecidas por el mercado eran muy altas.

En un esquema de *market making* es fundamental que el gobierno tenga el compromiso de emitir el monto anunciado para cada subasta, aceptando el precio que fija el mercado. Si un gobierno quiere priorizar sus objetivos de tasa de interés puede optar, como lo ha hecho España en algunas

oportunidades, por no anunciar el monto que hay que emitir y decidir en cada subasta el monto total de ofertas que hay que aceptar. Pero si realmente se desea desarrollar un mercado estable y de largo plazo, no se puede declarar desierta ninguna subasta.

Otro de los aspectos positivos en el caso argentino fue el desarrollo de un sistema DVP y la eficiencia con que el banco central manejó dicho sistema, reduciendo al mínimo el riesgo crediticio en el nuevo esquema de *market making*.

En otro orden de ideas, es importante destacar que el criterio de medición del desempeño de los *market makers* vigente hoy pondera demasiado el mercado primario (80%), en detrimento del secundario (20%). Dado que el precio de corte de la subasta se establece por el sistema holandés (precio único), dicho criterio de medición del desempeño ha hecho que los *market makers*, con el objetivo de mejorar su ranking y permanecer en el grupo, ofrecieran en muchos casos tasas sensiblemente por debajo del mercado para entrar en la subasta, distorsionando el mercado. Aparte de generar perjuicios financieros para los inversores, dicha práctica impide que se desarrolle el mercado secundario.

Para evitar esto, el gobierno debería ser flexible en el número de *market makers* que acepta cada año, exigiendo que se cumplan las condiciones necesarias como el mínimo de participación en el total de subastas, dejando abierta la posibilidad de que ingresen nuevos *market makers* sin necesidad de sacarle la condición a uno que esté debajo en el criterio de medición del desempeño, pero que cumplió con las condiciones necesarias.

Otra forma de evitar distorsiones en el mercado es dejar la posibilidad de usar para la adjudicación de ofertas, aparte del sistema holandés "puro" (precio único), un sistema holandés "mixto" y un sistema de "precios múltiples".

En el sistema holandés "mixto" se consideran dos precios: el precio de corte (mínimo) al que se aceptan las ofertas y el precio promedio ponderado de todas las ofertas aceptadas. Las ofertas no competitivas se aceptan todas al precio promedio ponderado. Las ofertas competitivas a precios por encima del promedio ponderado se aceptan íntegramente a dicha

tasa promedio. Las ofertas a precios por debajo del precio promedio, pero por encima del precio de corte, se aceptan al precio efectivamente ofrecido. En el sistema de “precios múltiples” se aceptan todas las ofertas por encima del precio de corte, a los precios efectivamente ofertados.

También es deseable, para evitar distorsiones en el mercado en un sistema holandés “puro”, que los montos de las emisiones sean lo suficientemente grandes para satisfacer de manera razonable la demanda. En el caso argentino, los promedios de US\$300 millones en cada licitación resultaron insuficientes.

Junto con el diseño de un adecuado criterio de desempeño está la cuestión de cómo medir el desempeño en el mercado secundario. En el caso argentino, éste se mide por el volumen informado por cada agente de mercado al Mercado Abierto Electrónico (MAE), un sistema obligatorio de información electrónico de las transacciones. En este sistema puede ocurrir que, por mostrar un mejor desempeño, algunos agentes se pongan de acuerdo en generar volumen ficticio. Una forma de minimizar esta posibilidad es la implementación de un sistema de “brokers ciegos” como el utilizado en España. Argentina está estudiando la implementación de un sistema similar en un futuro próximo.

Por último, para mejorar la fluidez del mercado es importante adoptar mecanismos complementarios a la tradicional compraventa de valores. En este sentido son importantes los mecanismos para realizar “ventas en corto” (*short sales*) a través de operaciones de recompra repos o préstamos de valores (*rentals*). Los mecanismos de (repos) y préstamos de valores son también útiles para “aceitar” la liquidación de los valores en un sistema DVP. Para evitar que la cadena de pagos se interrumpa cuando falla una contraparte, es importante que los *market makers* o la propia Secretaría de Hacienda provean de liquidez al sistema prestando valores o haciendo repo.

La Secretaría de Hacienda en Argentina acaba de firmar un “acuerdo marco” (*master agreement*) con cada uno de los *market makers* para poder hacer operaciones de repo con los instrumentos emitidos bajo el esquema de *market making*.

Como siguiente paso, una vez que se cree un stock importante de bonos de mediano y largo plazos, junto con las letras de corto plazo, y se haya creado una curva de rendimientos (*yield curve*), es importante que se desarrollen los mercados de productos derivados para poder cubrir posiciones o armar posiciones sintéticas usando la mencionada *yield curve* como referencia. En este sentido, se debería tomar como ejemplo el caso español, donde se desarrolló un mercado de futuros de tasas de interés muy líquido. También es deseable, junto con un mercado de futuros, crear un mercado de opciones y mecanismos *over the counter* como los *Forward Rate Agreements* (FRA) y *swaps* de tasa de interés.

En definitiva, la implementación del nuevo esquema de *market making* en Argentina será ampliamente positiva en el futuro para todos los participantes. Al gobierno le ha abierto un nuevo mercado de financiamiento doméstico que lo hace menos dependiente de los capitales extranjeros que tienden a retirarse cuando la tasa de interés internacional sube o las condiciones de liquidez se restringen. Para los *market makers* se creó una nueva oportunidad de negocios y la posibilidad de intercambiar ideas e información con la Secretaría de Hacienda sobre las condiciones del mercado. Y por último, a los inversores se les abrió una alternativa más de inversión, respaldada por la existencia de un mercado secundario donde los *market makers* cotizan siempre un precio de compra y de venta para los valores emitidos por el gobierno.

Sin embargo, para mantener un mercado estable y duradero, que le permita al gobierno refinanciar en forma voluntaria la deuda por vencer en los próximos años, es importante que se introduzcan los cambios y se agreguen los mecanismos adicionales mencionados anteriormente.

PRODUCTOS DERIVADOS
EN EL MERCADO BURSÁTIL

Andrés Uribe
Superintendente de Valores

Los productos derivados en el mercado bursátil son un aspecto novedoso, cuya necesidad se ha puesto de presente en estos tiempos de globalización de los mercados financieros.

En el desarrollo de este tema se tratarán cuatro tópicos fundamentales. En primer lugar, la necesidad de cubrir el riesgo y los instrumentos disponibles en Colombia; posteriormente, los recientes avances en productos derivados a raíz de la regulación expedida por la Sala General; luego, los índices bursátiles como instrumento para cubrir el riesgo de tasa de interés y, por último, algunas reflexiones sobre las perspectivas de este mercado en Colombia.

Necesidad de cubrir el riesgo

En toda actividad económica hay riesgo, ya que no es posible anticipar el comportamiento de las diferentes variables. Los inversionistas o empresarios miden esta incertidumbre con el fin de establecer si su costo, agregado al costo de capital del proyecto que se piensa desarrollar, permite obtener altos retornos sobre la inversión proyectada¹. De no ser así, dado que las inversiones pueden posponerse, los proyectos no se iniciarán, lo

1. Es necesario aclarar que aquí se trata de la función económica de inversión, no de la inversión financiera.

cual a nivel agregado traerá efectos sobre la asignación de recursos y sobre el crecimiento económico. Según la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, que entregó recientemente sus conclusiones y recomendaciones, existe una relación negativa y significativa entre los riesgos inflacionario y cambiario sobre la tasa de inversión: un punto porcentual de riesgo, medido como la volatilidad de la tasa de inflación, podría significar hasta cinco puntos en términos de inversión, para mencionar sólo un ejemplo.

Al respecto, si bien en Colombia la volatilidad de la tasa de inflación es baja en comparación con los otros casos estudiados, la proporción de inversión en relación con el PIB también lo es. En tal situación podría estar influyendo el riesgo sobre tasa de interés o sobre tasa de cambio, situación que llevó a proponer, entre los planteamientos señalados, la implantación de un mercado de futuros sobre tasa de interés de corto plazo y sobre tasa de cambio.

Así las cosas, los mercados de derivados son una necesidad para la actuación adecuada de los agentes productivos. En Colombia, dada la inexistencia de mecanismos de cobertura adecuados, las posibilidades de cobertura de riesgo han sido bajas o nulas.

Se ha identificado la existencia en el país de instrumentos de baja sofisticación, que se fueron desarrollando a la luz de las necesidades de cobertura de riesgo de los agentes económicos; entre éstos se encontraban los carruseles, con los cuales se quería planear la liquidez futura de los títulos o la inversión de excedentes en el futuro, aislando la liquidez de la economía; los *swaps* sobre títulos valores, por los que se pretendía recomponer los portafolios mejorando la rentabilidad general de los mismos; los *forward* sobre tasa de cambio, que no son otra cosa que contratos de cobertura hechos a medida y que por lo tanto tienen una baja liquidez, y las operaciones a plazo, las que se analizarán posteriormente.

Recientes desarrollos en materia de control y explicitación del riesgo financiero, como fue el caso de la obligación de valorar los portafolios al mercado, hicieron innecesarios algunos de los instrumentos señalados y obligaron a mejorar otros, pero también evidenciaron la importancia de contar con instrumentos para cobertura de riesgos financieros más elabo-

rados. Al respecto, es importante traer a colación el papel que los inversionistas institucionales han desempeñado en el desarrollo de los derivados en el mundo. La dinámica y la modernización del mercado, en las que han sido actores activos estos inversionistas, se han manifestado en el desarrollo creciente de nuevos productos financieros. El avance de los fondos institucionales llevó así, no solamente a un aumento sin precedentes en los mercados de valores, sino también al surgimiento de los mecanismos de cobertura o derivados.

El proceso descrito se ha dado en Colombia aunque mucho más recientemente. Es más, las operaciones carrusel se reactivaron ante las necesidades cada vez más sofisticadas de algunos fondos institucionales. Por su parte, las operaciones *swap* sobre títulos valores surgieron por la existencia de portafolios de títulos, con rentabilidades y plazos que no eran los más convenientes ante determinadas condiciones de las tasas de interés, viéndose bastante afectados al incrementarse las tasas del mercado².

Así pues, el desarrollo reciente de los mercados financieros en el país, impulsado por la internacionalización de la economía y los avances que se han evidenciado en materia de inversión institucional y de banca corporativa, ha llevado a la conclusión de que es necesario desarrollar productos más sofisticados. Estos se pueden negociar, en principio, en un mercado bursátil de operaciones a futuro, pero también está abierta la posibilidad de que tales operaciones se realicen, además, en un mercado sobre el mostrador –OTC–; la ventaja de hacerlo por bolsa radicaría en aprovechar los beneficios de un mercado organizado en términos de formación de precio y liquidez de los productos que allí coticen. Por su parte, los mercados OTC han sido tradicionalmente el ámbito adecuado para el desarrollo de nuevos productos derivados –algunos de los cuales van posteriormente a las bolsas–, con las ventajas provenientes de una mayor competencia.

Como ha sido discutido y aceptado a nivel internacional, la existencia de productos derivados ocasiona tantos beneficios como necesidades puede

2. Durante 1996 se registraron en bolsa compras en operaciones carrusel por \$2.071,4 millardos, y se realizaron compras en operaciones *swap* por valor de \$2.289,8 millardos. Tales montos constituyeron el 5,7 y el 6,3% de las operaciones bursátiles, respectivamente.

satisfacer. En general, además de mejorar la asignación de recursos a proyectos que generan desarrollo, su disponibilidad aumenta la eficiencia en el proceso de intermediación financiera y facilita, como consecuencia, el desempeño de la economía. Igualmente, aumentan la oferta de activos financieros y permiten el desarrollo de productos que satisfacen las necesidades de inversionistas y emisores, con efectos positivos sobre el ahorro del público. Por otra parte, proporcionan los mecanismos para distribuir o transferir el riesgo financiero a los agentes mejor preparados para absorberlo, eliminando por ende, con un costo que puede resultar bajo, dicho riesgo de operaciones y procesos productivos, y permitiendo que los agentes se especialicen en lo que es de su competencia.

Las ventajas de la existencia de productos derivados para los administradores de fondos institucionales son innegables. Además de propender a una mejor formación de ahorro, permiten estabilizar la rentabilidad de los portafolios y hacen posible la conformación de carteras de inversión diversificadas, sin tener que incurrir en los costos de la adquisición de todos los papeles que constituyan los subyacentes de dichos productos. Por ejemplo, la inversión en índices de acciones permitiría, en teoría, apropiarse de las ganancias de toda una canasta de acciones, sin tener que adquirirlas de contado en el mercado. Su existencia, pues, no sólo reduce los costos de transacción sino que también coadyuva a incrementar la liquidez de los mercados financieros.

Para las instituciones financieras, la existencia de productos derivados se ha tornado bien importante en muchos mercados del mundo. En efecto, su disponibilidad da ventajas a los bancos en cuanto a una mayor capacidad de análisis de crédito, al igual que la posibilidad de otorgar cobertura a sus portafolios de inversión.

Ahora bien, no es de extrañar que la actividad derivada de las operaciones de cobertura de los intermediarios financieros sobrepase en muchos casos el volumen de la cartera tradicional de créditos en los mercados internacionales. Pero para que esto sea así, no sobra recalcar la importancia de conocer en forma exhaustiva el riesgo que se quiere cubrir y el costo que no cubrirlo tiene para la institución. Obviamente, en aras de la regulación prudencial, esto ha llevado a que las autoridades establezcan reglas que exijan a las instituciones financieras respaldar con su patrimonio estas operaciones.

Recientes desarrollos del tema

En los últimos meses se ha venido trabajando activamente en el desarrollo de las alternativas de cobertura de riesgo. Esta labor ha tenido que ver, especialmente, con dos puntos: en primer lugar, se ha trabajado en la vía de asimilar las operaciones a plazo de cumplimiento financiero a operaciones de cobertura, perfeccionando el sistema de garantías y haciendo más técnico su diseño. En segundo término, se ha impulsado el desarrollo de los mercados de cobertura sobre índices.

Operaciones a plazo

Estas operaciones bursátiles de compra y venta de títulos, en que se pacta el pago y entrega de los mismos en una fecha futura³, han sido unas de las de mayor desarrollo reciente en el país.

Hace poco la Superintendencia de Valores modificó las disposiciones que rigen esta materia, particularmente en lo referente a las operaciones de cumplimiento financiero, que en otras latitudes se han constituido en base importante de activos mercados de futuros financieros.

Las operaciones de cumplimiento financiero se acercaron a las operaciones a futuro con la expedición de la Resolución 1264 de noviembre de 1996. En ésta se amplió su plazo de cumplimiento a 365 días y se determinó que éste únicamente se hará con la entrega del diferencial en dinero entre el precio pactado a futuro y el precio de mercado del día del cumplimiento; además, estableció que sólo se podrán desarrollar sobre títulos de la tesorería o sobre acciones.

Igualmente, se implantó para las operaciones a plazo de cumplimiento financiero un régimen de garantías, que se diseñó con el fin de disminuir los costos de los participantes, de manera que estuviera más acorde con el

3. Según las estadísticas disponibles, durante 1996 se realizaron en las bolsas operaciones a plazo por valor de \$1.077,5 millardos, correspondientes al 3,0% del total de lo transado en el mercado bursátil durante el año. De la suma anotada, el 97,5% correspondió a operaciones de renta fija y el restante 2,5%, a acciones.

tamaño del riesgo que asume cada parte, así como más dinámico conforme a los movimientos del mercado. La garantía total será igual a la suma de la garantía básica más la garantía de variación. En esta forma, la garantía básica se estructuró de acuerdo con el plazo del título de la tesorería –en el caso de renta fija– o con la bursatilidad de las acciones –en el caso de renta variable–. Por su parte, la garantía de variación se estableció sobre la diferencia entre el valor de la operación a plazo y el valor de mercado a la fecha de cumplimiento de la misma.

Negociación de índices

Con respecto a los contratos sobre índices, la Sala General de la Superintendencia de Valores, mediante la Resolución 1367 de diciembre de 1996, autorizó la negociación a través de bolsa de índices de rentabilidad, índices de divisas e índices bursátiles. A la vez aprobó la realización de operaciones de opciones sobre dichos contratos.

Para que se puedan dar estas negociaciones, las bolsas de valores deberán estructurar previamente cada contrato y solicitar su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Luego, tales operaciones estarán sujetas a las normas sobre operaciones a plazo dictadas por la Superintendencia de Valores y, por supuesto, a los respectivos reglamentos de las bolsas.

Una vez reglamentadas estas negociaciones, sin duda se impulsará la oferta de activos financieros en el país, cumpliendo así con los objetivos de la norma. Pero, adicionalmente, se darán instrumentos a los diferentes agentes financieros para una eficiente cobertura de riesgo sobre tasa de interés.

Cobertura de riesgo de tasa de interés

La gestión de activos y pasivos (GAP) es una poderosa herramienta que permite, no sólo un conocimiento preciso del riesgo de la actividad propia de los intermediarios financieros, sino también obtener en detalle información sobre todas las operaciones de la respectiva entidad.

Así las cosas, se trata de contar con herramientas que permitan cubrir el riesgo de pérdida patrimonial de las entidades financieras, cuando no existe una adecuada correspondencia entre la estructura de activos y pasivos, ante variaciones en las tasas de interés. En efecto, al hacer el análisis de GAP se pueden encontrar brechas de duración, las cuales pueden ampliarse fácilmente en lapsos cortos ante cambios en las tasas, desembocando en la necesidad de realizar provisiones por posibles pérdidas.

Lo valioso de los productos derivados en este evento es que no se requiere lanzar costosos procesos de movilización de toda la fuerza comercial de la institución financiera para cubrir las brechas en las diferentes bandas (colocando cartera, consiguiendo recursos, etc.), y modificar por ende la estructura financiera de la entidad, en condiciones macroeconómicas que no se controlan.

Esto se puede ilustrar con un ejemplo sencillo:

Se tiene un activo –cartera– con una duración de doce meses, así como un pasivo –certificados de depósito– con idéntica duración, es decir, doce meses. Al presentarse un incremento en las tasas de interés del mercado, tanto la duración del activo como la del pasivo disminuyen. No obstante, dependiendo de los flujos de pago de cada uno, el efecto será mayor o menor.

Suponiendo flujos similares, podría decirse a primera vista que la duración del pasivo disminuye más que la del activo, ya que, en general, las tasas de captación reaccionan más rápidamente que las de colocación; en otras palabras, la duración del pasivo disminuyó por efectos del alza de las tasas. Se habrá abierto así una brecha, que deberá cerrarse en un plazo determinado para evitar la constitución de provisiones.

Es aquí cuando las herramientas de cobertura cumplen un papel determinante para controlar ese riesgo. Existe, por supuesto, la alternativa de salir a captar los recursos necesarios para ampliar la duración del pasivo y eliminar así la brecha, con los costos que esto genera y la incertidumbre implícita en tal solución. Pero están los derivados financieros que permiten cubrir los riesgos esperados, medidos por simulaciones de la estructura financiera que se planea para la entidad, aprovechando en mejor forma las oportunidades de márgenes que se presenten en el mercado.

Disponer de un mercado organizado de índices sobre tasas de interés a futuro facilita sustancialmente el manejo del GAP. Así mismo, permite proyectar la estructura financiera de la entidad en el mediano y largo plazos con control del riesgo y sin tener que salir a colocar o captar recursos que, de todas maneras, no se obtendrían con la suficiente rapidez como para producir los efectos esperados, en términos de lograr un control efectivo del riesgo y, consecuentemente, evitar las provisiones.

A este tipo de productos, y a las opciones sobre tales contratos –que pueden constituirse en una mejor alternativa de cobertura–, les abrió paso la reciente reglamentación de la Superintendencia de Valores.

En este punto cabe resaltar la importancia de contar con mercados de futuros de mayor sofisticación que los simples contratos “hechos a medida”. Sólo en mercados líquidos donde exista una abundante oferta y demanda de contratos será posible cubrir las necesidades particulares o si es del caso especular, pero ya con un conocimiento profundo del riesgo que se quiere cubrir, del elemento cubierto y de lo que eso cuesta.

Reflexiones finales

De todo lo anterior se colige que está abierto el camino para que el mercado financiero colombiano desarrolle los instrumentos derivados. Las necesidades de cobertura por exposición a nuevos riesgos son grandes y variadas. Además, no hay que olvidar la importancia de contar con índices de tasas de interés al hacer la gestión de activos y pasivos de las instituciones financieras, un importante mercado que está ya listo para comenzar a operar.

Ahora bien, con relación al tema de las garantías para estas operaciones, conviene señalar que existe un concepto favorable emitido por la Superintendencia Bancaria para que las entidades financieras otorguen las garantías estipuladas en las operaciones a plazo. Sin embargo, es necesario continuar elaborando el tema con el fin de allanar algunas barreras que podrían entorpecer la participación de dichos agentes en este tipo de operaciones bursátiles.

Les corresponde, pues, a las bolsas, a las firmas comisionistas y a las entidades financieras, responder a este llamado. Dependiendo de tal respuesta del mercado, la autoridad de supervisión continuará trabajando en el desarrollo de los diferentes mecanismos para que, ojalá en un plazo corto, podamos contar con un mercado de derivados a la altura de los más desarrollados del mundo.

Héctor Chávez
Gerente técnico de la Bolsa de Bogotá

Operaciones de cobertura

De tiempo atrás las tesorerías, inversionistas y comisionistas han venido desarrollando nuevos tipos de operaciones en los cuales han tratado de administrar riesgos, pero han encontrado que dichos productos carecen de liquidez. Un caso ejemplarizante de esta situación son los carruseles que, a pesar de gozar de menor prevención por parte de los inversionistas y autoridades económicas, mantienen altos riesgos por la forma como se estructuran, lo cual no les ha permitido alcanzar suficiente liquidez.

La celebración de este tipo de operaciones y los nuevos desarrollos en materia de control de riesgos por parte de entidades financieras e inversionistas institucionales demuestran que el mercado ha generado necesidades y seguirá solicitando otros productos de cobertura. Esto se ha reflejado en la creciente negociación por bolsa de operaciones diferentes del contado tradicional (ver cuadro 1).

Por eso la Bolsa de Bogotá cree firmemente que los procesos que se vienen desarrollando en materia reglamentaria, para permitir la adecuada estructuración de estas nuevas necesidades, van encaminados en la dirección correcta; en efecto, las operaciones a plazo de cumplimiento financiero que se encuentran ahora aprobadas, seguramente conducirán a que en Colombia exista un mercado de futuros y opciones. Sin embargo, como

Cuadro 1
Bolsa de Bogotá
Volumen total transado por tipo de operación
(Millones de pesos)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Tipo de operación							
Contado	2.411.732	3.907.189	6.006.453	11.470.265	17.403.417	22.967.790	4.766.171
Plazo	10.441	7.657	540.482	1.296.759	483.998	746.892	222.143
Recompra		561	850	48.193	38.695	36.352	15.016
Total	2.422.173	3.915.408	6.547.785	12.815.218	17.926.110	23.751.034	5.003.330
Tipo de inversión							
Pospropia	209	780	1.174	3.287	113.713	1.464.662	308.055
Terceros	2.421.964	3.914.627	6.546.612	12.811.931	17.812.397	23.003.520	4.695.275
Total	2.422.173	3.915.408	6.547.785	12.815.218	17.926.110	24.468.181	
Forma de operación							
Carrusel		66.826	757.407	273.658	1.462.138	1.669.819	252.074
Normal	2.422.173	3.848.582	5.790.378	12.512.639	15.150.559	21.152.153	4.683.231
Swap				28.921	1.313.413	1.646.209	68.026
Total	2.422.173	3.915.408	6.547.785	12.815.218	17.926.110	24.468.181	5.003.330

Nota: para 1997, enero-marzo.

el camino para llegar allá es todavía largo, se hace bien en dejar que el mercado sea el impulsor del proceso.

Las bolsas de valores del país han estado pendientes de estos desarrollos y de las posibles respuestas. Por eso, desde 1995 se han contratado varios estudios, entre ellos el del especialista internacional Mark Powers, quien finalmente concluyó que faltaban algunas condiciones para que el mercado de coberturas arrancara en forma.

Los resultados del estudio confirmaron que para el año de 1995, efectivamente, existía un interés por el desarrollo de los mercados de coberturas; es decir, se corroboró una aseveración que comúnmente se señalaba en el mercado y que ningún estudio había logrado reseñar. Se detectó también que existía una demanda latente, básicamente impulsada por varios factores, entre ellos los siguientes:

- Las altas tasas de inflación.
- El crecimiento de la deuda extranjera pública y privada.
- El aumento del déficit en la balanza cambiaria.
- La tendencia a fortalecer el mercado de capitales, fundamentalmente con la creación de nuevos tipos de inversionistas y nuevos tipos de fondos de riesgo.
- Nueva reglamentación y organización de un mercado que permitía a los agentes asumir riesgos y nuevos tipos de operaciones.
- La valoración a precios de mercado también se encontró como un factor positivo que coadyuvaría a que se demandaran más productos de *hedging* y servicios de manejo de riesgo.

En esa encuesta se encontró que además de las entidades del sector financiero, las del sector comercial se encontraban interesadas en realizar operaciones de cobertura, fundamentalmente en productos de tasa de interés y de tipos de cambio.

La entrada de inversionistas extranjeros en el capital de las empresas del sector financiero seguramente significará la incorporación de nuevas tecnologías en materia financiera, que impulsarán y darán una nueva dinámica al desarrollo del mercado.

La formación de un mercado de deuda pública, como se ha señalado, va a servir también de elemento importante para fomentar el desarrollo de productos de cobertura, básicamente de tasa de interés, para darle una nueva dinámica a este mercado.

Las normas sobre GAP van a permitir también que las entidades financieras cuenten con buenas bases de datos de activos y pasivos, que desarrollen modelos para hacer un adecuado manejo del riesgo y seguramente las obligará a incorporar operaciones de cobertura dentro de sus portafolios.

Adicionalmente, se encontró que las firmas comisionistas de bolsa deberían contar con productos de carácter más bursátil. Si bien ellas han tenido una importancia relevante en el desarrollo de nuevos productos en el mercado de títulos, con la introducción de sistemas electrónicos de transacción y el desarrollo de operaciones carruseles y swaps, estos productos poco a poco van a ser incorporados en otros tipos de mercado, del estilo OTC, y desarrollados directamente por las instituciones financieras. Se ha visto entonces que las firmas deben encontrar productos que complementen esta labor, pero que se caractericen por ser más del tipo bolsa.

Para contar con un desarrollo efectivo del mercado de coberturas, todavía es necesario recorrer algún camino. Inicialmente, como lo señalaran los presidentes de los comités de tesorería, se ha encontrado que la capacitación, tanto para comisionistas como para agentes del mercado, es un elemento que debe abordarse rápidamente para no enfrentar eventuales trastornos en el desarrollo de este tipo de mercados y de mayores sistemas de información, con la posibilidad que se tiene ahora de entrar a mirar las ofertas y demandas en los recintos bursátiles; además la creación de las centrales de registro seguramente ayudará a tener una mejor información sobre la formación de precios, de tasas de interés y demás activos que se coticen en el mercado financiero.

Seguramente este mercado también requerirá especialistas, al igual que el de deuda pública, para tratar de darle profundidad. Inicialmente no se piensa en la necesidad de contar con *market makers*, pero en un mediano plazo y con el desarrollo del mercado de deuda pública, podrá mostrarse que la figura puede ser altamente rentable para las instituciones que decidan tomar este tipo de situaciones.

Se necesita una aceptación y fomento a la actividad especulativa. Si bien la regulación se ha encargado de cuidar el balance de las instituciones financieras y de mantener una actividad preventiva respecto de las actuaciones de los agentes en el mercado, es importante tener en cuenta que la especulación es un elemento fundamental para darle liquidez al mercado. En ese sentido, vale la pena que se revise un poco la normatividad, especialmente en agentes que tienen vocación para adquirir riesgos.

Así mismo, otras bolsas han recomendado que se celebre un programa efectivo de marketing, tanto de las bolsas como de sus comisionistas, para que un gran número de agentes en el mercado conozcan el producto y sepan manejarlo.

Como señalara el superintendente de Valores, otra situación que va a ser favorable para el desarrollo de los productos de cobertura es el nuevo escenario reglamentario con el que cuenta el mercado de valores. La reforma a la resolución de operaciones a plazo, especialmente en lo referente a las operaciones de cumplimiento financiero, va a acercar estos productos –hasta el momento hechos a la medida– a las características de un mercado de futuros.

La inscripción de contratos de índices en el Registro Nacional de Valores posibilita así que se creen productos de cobertura sobre estos papeles, bastante estandarizados y que se puedan cotizar en las bolsas de valores. Sin embargo, hay que tomar en cuenta que todavía la operación no va a tener las características de un futuro, bajo los estándares internacionales. Aún no hay mucha claridad respecto a la posibilidad de cerrar posiciones, aunque se pueden ceder posiciones, lo cual de alguna manera permite que quienes estén en determinado momento en el mercado sentando una posición, cediéndola a un tercer cliente, puedan retirarse con sus ganancias o, eventualmente, con sus pérdidas.

Otro elemento importante del nuevo escenario es la ampliación que se otorgó a las firmas comisionistas al asumir operaciones a plazo en posición propia. Se ha pensado que con el desarrollo que les darían a las operaciones a plazo, las sociedades comisionistas podrían encontrar un nicho de mercado y servir de especialistas o de *market makers*, generándole liquidez al mercado. Además, este es un agente que por excelencia puede tener una actividad especulativa, con la mayor liquidez como soporte.

La Superintendencia Bancaria ha dicho que va a reglamentar la contabilidad de las operaciones de cobertura, dentro de la cual se incluirían las operaciones a plazo, recientemente reglamentadas por esa entidad. Además, se ha informado que en la contabilidad se incluiría la estructura y la manera como se deben contabilizar los futuros. De esta forma, los efectos que eventualmente puedan tener estas operaciones en términos de valoración a mercado no van a reflejarse en el estado de pérdidas y ganancias vía una contabilización, sino vía la entrega de garantías en las bolsas de valores.

Con este marco, estas necesidades y las recomendaciones del estudio señalado, la Bolsa de Bogotá ha pensado en desarrollar inicialmente dos tipos de productos: primero, futuros de tasa de interés a 90 días, mercado que puede suplantar parcialmente al de carruseles; segundo, futuros de dólar-peso. Una vez que éstos hayan alcanzado alguna liquidez y dado que buena parte de los agentes del sector comercial está asumiendo riesgos con otras monedas se van a abrir paulatinamente futuros en marco-peso y futuros en yen-peso. Obviamente, después que estos productos alcancen ciertos niveles de liquidez, se irán implementando rápidamente las opciones.

Operaciones a plazo que podrían realizar en bolsa los agentes del sector financiero

Los agentes del sector financiero podrían realizar dos tipos de operaciones que se diferencian fundamentalmente por el tipo de cumplimiento que deben efectuar:

1. *Operaciones a plazo de cumplimiento efectivo.* En ellas donde existe un compromiso irrevocable para entregar el título por parte del ven-

dedor y a pagar el precio pactado por el comprador. Estas operaciones se pueden realizar sobre acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, titularizaciones y títulos de renta fija en general.

2. *Operaciones de cumplimiento financiero.* Consisten en la entrega del diferencial en dinero entre el precio pactado por el comprador y el precio de mercado, o el valor del índice, por parte del vendedor. Esta es una operación típica de margen. Siempre habrá una punta que paga y otra punta que recibe. Estas operaciones, dada la reglamentación actual, se pueden realizar con acciones de alta bursatilidad, con TES, con contratos de índices de tasas de interés y con tipos de cambio.

Este tipo de operaciones requieren un diseño muy similar al que tienen los contratos de futuros, es decir, deben existir unas condiciones de estandarización. Evidentemente, la primera de ellas es que se podrán realizar operaciones sobre un activo único y la estandarización estará referida a los siguientes aspectos:

- En principio debe existir un tamaño único del contrato, ya sea un número específico de dólares o una cantidad en pesos de un título valor.
- Deben existir plazos fijos de liquidación, o fechas fijas.
- Debe haber un mecanismo de constitución de garantías en el cual primero se cobre una garantía inicial, concepto asimilable a poner las arras de un negocio, y después se realicen unos ajustes al mercado, tomando para ello la metodología que actualmente se utiliza para la valoración a precios de mercado. Lo importante en el diseño de esta operación es buscar que el sistema de garantías de la bolsa de valores sea compatible con la forma como las entidades del sector financiero contabilizan los forwards.

Nuevos productos

La Bolsa de Bogotá ofrecerá nuevos productos para ser transados en operaciones a plazo.

En las operaciones de cumplimiento financiero, específicamente por ser de tipo forward y hechas a la medida, se ha pensado que podrán realizarse sobre todos los títulos inscritos en las bolsas de valores. Para las operaciones de cumplimiento financiero –las más novedosas– se comenzará con un contrato de TES. Este va a estar atado inicialmente al índice o a la tasa de corte de las colocaciones primarias. En ese sentido, se está hablando con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público para regularizar mucho más las colocaciones en cuanto a plazos, de tal manera que se pueda montar una operación de este tipo.

En segundo lugar, se ha pensado montar una operación sobre un indicador de tasas de interés. Si bien se ha pensado en el IRBB de corto plazo, la Bolsa de Bogotá ha diseñado un indicador de tendencia, de manera que para todos los plazos existirá una tasa y se podría escoger cualquier día-plazo para montar dicho producto. Esa curva de rendimientos que se ha diseñado podría incluir las operaciones registradas en los sistemas OTC, para darle más profundidad y representatividad al indicador.

En tercer lugar, se va a ofrecer una operación sobre la TRM, un producto sobre IBB y, adicionalmente, los productos de acciones, operaciones a plazo de cumplimiento financiero de alta bursatilidad. Se ha pensado en un tamaño básico del contrato, por recomendaciones de especialistas internacionales, de US\$20.000.

A principios del segundo semestre de este año se contará ya con la posibilidad de transar operaciones de cumplimiento financiero con TES, IRBB y TRM. Las operaciones sobre índices y sobre acciones no van a salir, debido a que la experiencia internacional ha señalado que estos productos son más exitosos sobre la forma de opciones que sobre la de futuros.

Estas operaciones no son propiamente unos futuros, pues no existirá una cámara de compensación como contrapartida de todas las operaciones; sin embargo, es una combinación bastante buena entre un forward y una operación a futuro.

No obstante, antes de comenzar a operar deben hacerse algunas labores, tales como las siguientes:

1. Es necesario que las tres bolsas de valores del país reformen sus reglamentos antes del 2 de mayo de este año. Esto va a permitir que no existan posibilidades de arbitraje insano entre las bolsas, por diferencias en la construcción de los productos.
2. Una vez reglamentados se entenderán inscritos los índices, con sus características, en el Registro Nacional de Valores.
3. Falta determinar los mecanismos de cobro y garantías, fundamentalmente para las operaciones de índices de tasas de interés, debido a que si se desea retirar o cerrar posiciones, quien gane seguramente querrá tener su dinero en efectivo. Aunque varias entidades han señalado que no están muy de acuerdo en entregar efectivo como garantía, esto dependerá en gran parte de cómo se puedan estructurar estas garantías y evaluar si se pueden cerrar, efectivamente o no, las posiciones.
4. Aún falta definir claramente la contabilidad de la valoración a precios de mercado de esas operaciones. Se espera que este mecanismo esté estrechamente ligado a la forma como las bolsas cobren las garantías.
5. Hay que adecuar los sistemas de negociación de las bolsas. Se ha pensado que los futuros y opciones tienen que funcionar como se cotizan o se transan actualmente las acciones, es decir, que se pueda actuar tanto por la compra como por la venta. Este tipo de información, al estar integrado en el sistema electrónico de transacciones, podría encontrarse disponible para información al mercado. En ese sentido, se podrían ver en tiempo real las ofertas y las demandas por parte de los inversionistas.
6. Quedarían algunos aspectos por solucionar para contar finalmente con un mercado de operaciones a plazo muy similar al de futuros. Por ejemplo, en el tratamiento contable persistirán problemas y temor por parte de las instituciones financieras para comenzar a abordar este tipo de operaciones. Por otra parte, la reglamentación aún no es clara en permitir a las entidades financieras otorgar garantías a las bolsas en títulos valores; se acepta que se entregue efectivo como parte de pago de la operación, pero este elemento no ha sido visto con buenos

ojos por parte de los inversionistas. Se espera entonces que una vez que salga esta reglamentación y se posibilite la entrega de garantías en títulos valores, el mercado pueda adquirir una mayor liquidez.

7. Falta la especificación del tratamiento tributario impositivo. Es claro, según se deduce de la reglamentación, que estas operaciones están sujetas a retención en la fuente. Adicionalmente los productos de cobertura, como lo ha señalado la Asobancaria, presentan problemas en el manejo del IVA y no hay claridad sobre cuáles son los aspectos impositivos que cobijan a estos productos.

Estadísticas realizadas a 30 bolsas especializadas en mercados de cobertura, a nivel mundial

Se miraron los productos que actualmente están autorizados por la Superintendencia, para ser realizados por las bolsas:

- Productos en índices de acciones: se cotizan en 25 bolsas, de las 30 analizadas, y tan sólo en cinco bolsas es el producto principal.
- Productos de tasas de interés: se cotizan en 27 bolsas y en once de ellas es el principal producto.
- Acciones: se cotizan en 22; es el principal producto en ocho, pero todas presentan la característica de ser opciones.
- Tipos de cambio: se cotizan en 22 bolsas y sólo en dos de ellas son el principal producto.
- En cuatro bolsas hay más de un producto exitoso, y son bolsas que llevan muchos años operando con este tipo de productos. Esta experiencia ha señalado que las bolsas tienden a especializarse en un producto y que sólo con el desarrollo del tiempo y la implementación de nuevas tecnologías financieras se van desarrollando. Por esto la Bolsa de Bogotá, dadas las características de demandas que enfrentan el sector financiero y el sector comercial, tenderá inicialmente a especializarse en futuros de tasa de interés.

**EL NUEVO MARCO DE REGULACIÓN
Y SUPERVISIÓN DEL SECTOR FINANCIERO**

El presente texto tiene que ver con los cambios que se están programando para el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, lo que se ha llamado la reforma del sistema financiero en Colombia. Tal vez sea muy importante y pertinente decir que este estatuto es bueno y muy completo, que se elaboró muy cuidadosamente, y que obedece a los principios de supervisión que se reconocen como válidos a nivel mundial. De hecho, se ha tomado como modelo en varias reformas financieras de distintos países, particularmente latinoamericanos.

De manera que mal podríamos hacer una revisión estructural del mismo porque nosotros, como muchos analistas del sector financiero, consideramos que básicamente es un conjunto de principios muy sanos y bien elaborados. La reforma financiera que se está planteando no se puede interpretar, en ningún caso, como una reforma estructural o como el gran cambio del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Con la utilización de este estatuto nos hemos dado cuenta de la necesidad de hacer unos cambios muy puntuales, en temas muy específicos. Es, ante todo, una reforma delimitada, con unos objetivos muy claros.

Antes de entrar de lleno en el tema hay que destacar que el sistema financiero es un sistema sano, solvente, con una calidad de cartera aceptable y con una rentabilidad que en términos internacionales es bastante buena; tanto, que está atrayendo el interés de inversionistas de varios países, particularmente europeos –lo que jocosamente se ha denominado “la re-

conquista de los españoles”–, simplemente porque en Colombia se ofrecen unos márgenes de intermediación mucho más altos que los que se ven en otros países, y resulta un sistema financiero atractivo, en términos de rentabilidad y de seguridad.

Si bien se observa que la calidad de la cartera ha empeorado últimamente, también hay que destacar que en los años ochenta, cuando ocurrió la crisis del sistema financiero, el índice de calidad de cartera, medido como cartera vencida sobre cartera bruta, era superior al 22% y hoy, descontando la Caja Agraria, está en un 6%, y contándola, en un 7%. De manera que el país está bastante lejos de una situación que se pudiera denominar alarmante. Sí preocupa, naturalmente, porque la cartera es el principal activo de cualquier entidad financiera, pero es una preocupación que tiene sus límites y que todavía no ha desbordado un optimismo sano. Por ejemplo, la cartera más deteriorada es la de consumo, cuyo índice de vencimiento llega alrededor del 14% y, sin embargo, aparentemente ya tocó fondo ese proceso de deterioro de la cartera de consumo y la velocidad a la cual se está deteriorando ha disminuido en forma ostensible. De todas maneras la cartera vencida sigue subiendo a un ritmo poco deseable, particularmente la cartera hipotecaria, lo cual es explicable si se tiene en cuenta el estado del sector de la construcción. Lo raro sería que no fuera así.

En cuanto a solvencia, en términos generales el sistema está en un buen nivel (14% en el sistema bancario), superando así la requerida como límite mínimo por el gobierno nacional (9%), al igual que los límites internacionales que se han utilizado en el Comité de Basilea (8%). Ser altamente solvente puede resultar bueno en el sentido de que garantiza un margen para afrontar situaciones críticas, para afrontar los ciclos de la economía, para capitalizar en el momento que sea necesario, pero también representa alguna utilización un poco ineficiente del recurso capital.

Las entidades financieras son altamente solventes, en parte porque están esperando mejores condiciones para realizar cierto tipo de inversiones; esa solvencia puede interpretarse como un signo positivo, que aporta seguridad en una época de desaceleración económica, y que a la vez muestra el sistema financiero colombiano ante el mundo como un sistema sólido.

¿Cuáles son entonces los temas que suscitarían alguna preocupación? En primer lugar se observa un cambio tecnológico importante y notorio en el sistema financiero colombiano, para no hablar del mundial. El sistema era cerrado, y con uno más abierto se nota la necesidad de una mayor tecnología para manejar las situaciones nuevas. ¿Por qué razón? Pensemos solamente en lo que representó para el país el *boom* de consumo, de endeudamiento y de gasto que sucedió entre 1992-1994, ejemplo dramático de una economía recalentada, creciendo a unas tasas fuera de su capacidad de largo plazo e insostenibles, con una oferta monetaria desbordada, hasta el punto de que el crecimiento se financió con tasas de interés negativas, con ahorro interno. En esa época la tasa de ahorro interno decreció. Se estaba viviendo una ilusión que, por alguna razón incomprensible, se interpretó como una situación estructural que iba a permanecer en el largo plazo, pero a todas luces era insostenible. Históricamente nunca se ha sostenido en ningún país, ni en la misma Colombia.

Situaciones como ésta se vivieron en los años setenta con la gran bonanza cafetera de la segunda mitad de dicha década y derivaron en la crisis financiera y económica de principios de los ochenta. Lo mismo les sucedió a Chile, a México, a Brasil en alguna medida, a Argentina y a Venezuela. Todos estos sistemas financieros, incluyendo el nuestro, entraron en crisis en los años ochenta después de ese *boom* de crédito.

¿Por qué Colombia no entró en crisis en esta ocasión? Por varias razones:

- En primer lugar, el sistema era muy solvente. Tenía buenas utilidades y buena capitalización.
- En segundo lugar, no estaba endeudado internacionalmente, como sí lo estuvo en los años ochenta y como le sucedió al sistema mexicano; es decir, no tenía esa vulnerabilidad ante cualquier modificación en la tasa de cambio.
- Y, finalmente, porque la Superintendencia Bancaria colombiana ejerce un control y una supervisión bastante estrictos. La regulación financiera en Colombia es moderna, fuerte, bastante rigurosa y mucho mejor de la que había en los años ochenta y de la que existe en la mayor parte de los países latinoamericanos.

Todo esto le ha dado al sistema financiero una gran seguridad y una gran estabilidad, hasta el punto de que habiéndose dado las condiciones necesarias para que entrara en una crisis, no lo hizo; es un sistema sólido, internacionalmente reconocido como tal.

En este momento se está produciendo un cambio tecnológico muy grande. A raíz de ese *boom* de crédito algunas entidades tuvieron problemas, principalmente por la calidad de su cartera y por no haber podido afrontar adecuadamente el deterioro de la misma. Ese fue el caso de La Fortaleza, la cual tuvo que ser intervenida el año pasado por la Superbancaria. Es conveniente que todos estos casos se vuelvan lecciones públicas porque indican cómo no hacer las cosas: una cartera desbordada en deterioro de calidad y mal administrada. Ese patrón se nota en cualquier entidad con problemas: una cartera mal administrada y, sobre todo, mal registrada en los sistemas de información. De acuerdo con esto se puede concluir algo muy importante: hoy por hoy, para manejar crédito masivamente, y en este caso particular, crédito de consumo, se necesitan excelentes sistemas de información.

Definitivamente el cambio tecnológico no se puede hacer con cualquier sistema operacional. Se requiere un cambio tecnológico que implica unas inversiones de tal magnitud, que para poderlas amortizar el tamaño de la empresa no puede ser cualquiera; gracias a esto, ha crecido el tamaño mínimo de las empresas del sector financiero colombiano.

A pesar de que las reformas financieras de principios de esta década abrieron el sistema a la competencia internacional, Colombia no la había vivido. Tal vez en el sector de seguros sí, pero en los demás sectores financieros no. Algunas empresas han aprovechado los márgenes de intermediación altos y compiten con nuevos tipos de servicios, entre ellos los mismos productos de tesorería, pero no son los grandes competidores que puedan bajar los márgenes de intermediación. En muchos años estos márgenes no se habían visto tan amenazados, como hoy, para bien del país, porque eso va a resultar en una baja de las tasas de interés. De todas maneras se está viviendo la amenaza de unos competidores mucho más agresivos que los competidores a los que estábamos acostumbrados. Y son agresivos precisamente en los márgenes de intermediación.

Lo que se observa con las inversiones de bancos españoles en otros países, como el Perú por ejemplo, es que los mismos que están entrando a Colombia han llegado a bajar los márgenes en varios puntos, en un período de tiempo sumamente corto. Y han llegado al crédito de pequeña y mediana empresa, al crédito de consumo y al crédito hipotecario.

Por otra parte bancos como éstos, que tienen una gran tecnología, tanto de administración como de sistemas de computación para manejar su información, van a estar en unas condiciones de costos que realmente los hacen mucho más competitivos y fuertes que otras entidades financieras colombianas. El reto es ser más eficientes y tener unos sistemas mejores, para poder competir.

El sistema financiero colombiano ha percibido este reto desde hace varios años. De hecho, la mayoría de las entidades está renovando sus sistemas, proceso que requiere tiempo y dinero. Por esa razón, se necesitan entidades quizás más grandes que las que podrían sobrevivir en el pasado sin competencia; en otras palabras, el mínimo requerido para llegar al punto de equilibrio ahora se volvió más grande.

Entonces uno se pregunta si la regulación y la supervisión están preparadas para este cambio. ¿En qué sentido? En el sentido de poder responder ágilmente a los problemas eventuales que puedan surgir de un cambio como éste.

Para ello la Superintendencia Bancaria está preparando algunas normas al respecto, de mucho rigor y cuidado. Una de ellas se refiere a los estándares mínimos que se están exigiendo legalmente hoy en día, tema relacionado con un aspecto fundamental de la actividad bancaria: la solvencia. La entidad será absolutamente inclemente ante las necesidades de este tipo que pueda tener una entidad financiera. Un proceso de negociación del margen de solvencia por debajo del mínimo, no es sano para la entidad y muchísimo menos para los ahorradores. Entonces, la Superintendencia aplicará sanciones, y no será sensible a muchas consideraciones de entidades financieras que no encuentran rápidamente el capital requerido, porque esa es una consideración que la entidad se debe hacer casi desde que se funda: poder solventar sus problemas de capital, por lo menos en el mínimo requerido, en el plazo más corto posible.

En algunas ocasiones se han visto estos procesos de negociación y ha sido la costumbre tolerarlos, pero la mayor parte de dichos procesos de negociación no termina bien; simplemente se posponen las necesidades de capitalización y se va debilitando la capacidad de la empresa para responder a los ahorradores. Entonces, la primera actitud de la Superintendencia en esta etapa de transición, por fin llega al sistema financiero. Por ejemplo, la competencia internacional fue fatal para la industria manufacturera colombiana; si no se hubiera dado la tasa de revaluación que se presentó, probablemente la industria habría sobrevivido a esa competencia y no estaría en el grado de postración en que se encuentra hoy en día.

De igual manera, la Superintendencia no desea ver al sistema financiero en ningún grado de postración; por eso, en la medida en que pueda adoptar medidas preventivas para evitarlo, lo hará. La primera va a ser esa: un máximo rigor en cuanto a los requerimientos de solvencia para las entidades.

A continuación se tratarán los temas que más preocupan en términos legislativos y, a la vez, los que tienen mayor interés en este proceso de reformas al sistema financiero.

Entrada de entidades al sistema

En este momento la entrada de entidades es casi totalmente libre. El supervisor bancario lo único que tiene que revisar es que las personas que están solicitando el permiso sean idóneas para entrar al sistema financiero. El capital mínimo es un capital que, comparado con los mínimos legales de otros países resulta alto, pero al hacer esas comparaciones se nota que en casi todos los países el capital mínimo legalmente exigido es redundante, es más bien inocuo, porque estos capitales en la práctica son muy superiores al mínimo legal.

La pregunta es: ¿son adecuados los capitales mínimos que se exigen en el sistema financiero colombiano? Mi opinión es que no, que deberían ser mucho más altos. La mayor parte de las entidades financieras están bien porque tienen unos capitales muy superiores al mínimo legal. Entonces,

¿para qué seguir permitiendo la entrada de empresas que tienen un capital mínimo demasiado bajo para competir con las demás? El capital tiene que ser suficiente para proteger a la empresa contra los ciclos económicos, que son un hecho. Uno no puede pensar en un momento de bonanza o de crisis, que esta situación va a ser permanente. Las economías son eminentemente cíclicas y por eso nuestros capitales mínimos legales no necesariamente son suficientes para darle esa garantía y esa holgura a una entidad.

En otros países, como Chile por ejemplo, cuando las autoridades sienten que hay lo que se ha llamado en algunos medios sobreintermediación, o sea, un exceso de entidades financieras en algún sector, la autoridad supervisora tiene la facultad de no dejar entrar más entidades. Esto tiene su lado bueno y su lado malo: su lado bueno en el sentido de que no fomenta un exceso de competencia que pueda perjudicar posteriormente a los mismos ahorradores; su lado malo, obviamente en el sentido de que se puede prestar para arbitrariedades y abusos de autoridad.

De manera que sí se va a discutir este tema en el proceso de análisis de reformas al sistema financiero y de elaboración de un proyecto de ley, pero se tendrá que diseñar un esquema tan preciso que trate de minimizar abusos de autoridad en la discrecionalidad que tiene el supervisor para permitir o no, la entrada de entidades al sistema. Creo que debería haber un criterio sobre cuál sería el número ideal de entidades en cada uno de los subsectores del sistema financiero, porque aunque la competencia siempre es sana, si empiezan a salir muchas empresas del mercado, particularmente en el sistema financiero, esto se tornaría traumático.

Permanencia

Otro tema preocupante, en términos de reformas al Estatuto Orgánico, es la permanencia de entidades en el sistema. ¿Cómo se decide y cómo se monitorea la permanencia de las entidades en el sistema? La supervisión bancaria, la supervisión financiera, es la que se encarga de hacer ese monitoreo, de asegurar que el ahorro del público esté protegido de manera permanente y lo protege principalmente a través de la vigilancia del margen de solvencia.

Algunos de los temas más preocupantes en esta materia son los siguientes:

La diversificación del riesgo

Las entidades no siempre garantizan una adecuada diversificación del riesgo. Con frecuencia se observan entidades en que hay una concentración del riesgo, tanto en las operaciones activas como en las pasivas. Entonces, ¿es sano que una entidad invierta en un solo sector de la economía y recoja sus captaciones con muy pocos captadores, con muy pocos intermediarios que le hacen la captación? Ahí está afrontando un doble riesgo: un riesgo de liquidez y, por otro lado, un riesgo de la ciclicidad que puede tener esa actividad económica en particular. Aquí vale la pena aclarar que no se está haciendo referencia a las corporaciones de ahorro y vivienda, las entidades más sólidas y que han registrado un comportamiento bastante bueno; no obstante, sí hay entidades que le prestan a un solo sector y que, por tanto, están inevitablemente sujetas a la ciclicidad de ese sector.

Realmente preocupa ese problema de la falta de diversificación del riesgo, en algunos casos, y hasta dónde se debe permitir que los ahorros del público se utilicen para financiar actividades eminentemente concentradas en un solo tipo de riesgo.

El capital mínimo que se exige para entrar al sistema financiero no se actualiza

Con el tiempo, una entidad se encuentra con la autorización vigente para seguir funcionando, aunque tenga un capital que esté por debajo del mínimo requerido para entrar. A la Superintendencia Bancaria esto le ha parecido un absurdo y por eso quisiera indexar ese capital.

La prevención

Indudablemente la Superintendencia tiene que asumir un papel mucho más preventivo que curativo, sobre todo en una época como ésta, de si-

tuaciones cambiantes, en que resulta mucho más sano intervenir a tiempo, antes de que se presenten problemas que eventualmente puedan ser irreversibles. Por eso, antes de que una entidad entre en problemas de solvencia, se debe exigir más capital en la medida en que las proyecciones indiquen que va a tener inconvenientes en el futuro cercano. Si esto no se hace, cuando la empresa se baja del capital requerido empieza no sólo el tedioso e inútil proceso de negociación, sino también un proceso de deterioro que a veces resulta irreversible.

Hay que actuar más preventivamente, es decir, antes de que se presenten los signos materiales de deterioro, y adoptar unas medidas automáticas que castiguen a las entidades que incumplan esos índices. Por ejemplo, si una de ellas incumple el margen de solvencia, para recuperarlo tendría que restablecerlo con un margen más alto, pues con frecuencia existen entidades a las que les gusta permanecer en el margen y que sin tener una rentabilidad que les permita hacerlo con holgura, se bajan del margen y suben a los dos meses, se vuelven a bajar y vuelven a subir. Esos motivos de preocupación no son sanos ni para el supervisor, ni para los ahorradores.

La supervisión financiera colombiana

La supervisión financiera colombiana se diseñó para garantizar y monitorear la permanencia de las entidades en el sistema, y es reconocida internacionalmente como la mejor de Latinoamérica, junto con la de Chile.

Objetivos de la supervisión

La supervisión busca que las entidades sean solventes, que sean líquidas, que sea un sistema seguro en su conjunto, y para eso necesita la ayuda de los supervisados y del público. Por la misma razón la Superintendencia Bancaria se ha preocupado tanto por la revelación de información, pues la información de los vigilados no solamente debe ser fidedigna, aspecto que tal vez ha provocado la mayor cantidad de roces porque a veces la Superintendencia hace tanto énfasis en que cada rubro del balance y de los estados financieros revele adecuadamente la situación de la empresa, que se vuelve tediosa en ese sentido.

Se está implementando un proceso de modernización de la supervisión, para ser más previsoros y más estratégicos. En un Conpes que hubo hace aproximadamente tres o cuatro meses se aprobó un crédito del Banco Mundial por US\$1 millón para modernizar la Superintendencia Bancaria en ese sentido: hacerla más analítica, poner más énfasis en el análisis financiero que en el estricto tema de contabilidad, para poder hacer una supervisión no sólo más estratégica sino más previsoriva.

También se está trabajando en otros temas de revelación de información para que el público actúe como sucede en un verdadero mercado libre, y escoja la entidad más eficiente para depositar sus recursos. En ese sentido la entidad se dedicó con mucha intensidad a mejorar la información, y efectivamente eso ocurrió. Para empezar, se comenzaron a publicar varios informes en medio magnético con el fin de superar los problemas de atraso mecánicos que ocurren por demoras en la impresión. Cualquiera persona los puede solicitar y se consiguen quince días después de que han llegado a la Superintendencia Bancaria.

Por otra parte, se ha estado analizando con mucho interés la necesidad de que haya una mayor revelación de la verdadera situación de las entidades, lo cual pone en aprietos a las que no estén en una situación muy solvente o muy buena para competir con otras. Pero esas son las reglas del mercado y eso es lo sano y recomendable internacionalmente.

En la Superintendencia se están haciendo internamente calificaciones de riesgo por entidad pero no se publican, con el ánimo de que los analistas financieros y económicos miren mejor la información de la Superintendencia Bancaria y produzcan índices. En ese sentido, se observan con mucho interés y satisfacción los esfuerzos que hacen los periodistas económicos colombianos por comparar la situación de distintas entidades, acogiendo muy bien las mejoras en las publicaciones y produciendo comparaciones sanas.

Pero quizás la medida más efectiva e importante en ese sentido es la que se tomó en la Sala de Valores, mediante la cual se exige que después de que haya más de una entidad calificadora de riesgo profesional en el país, todos los CDT y los bonos que se transan en bolsa deberán estar calificados por una entidad de esta clase. Eso va a suceder con relativa rapidez,

pues existen varias calificadoras que han mostrado interés en ingresar a Colombia, calculándose en unos nueve meses el tiempo que se requiere para que estos papeles estén calificados. ¿Eso qué significa? Que la gente va a tener una opinión independiente de la opinión de la Superintendencia y de las mismas entidades, que le va a permitir escoger mejor dónde depositar sus ahorros.

En otro tema en el que se ha avanzado, en el sentido de la información, es en la revelación de tasas de interés. La Superintendencia está trabajando con la Asociación Bancaria en la construcción de una especie de tasas de interés *prime*, que se espera empezar a elaborar, no necesariamente para publicación, pero quizás habrá un mes de ensayo no más. Ya está bien adelantada la metodología y esto va a permitir tener una mejor percepción de lo que son las tasas activas en este país.

Otro efecto de la supervisión en la permanencia de las entidades en el sistema son las medidas que se han tomado desde hace aproximadamente dos años para que haya más autorregulación, tema que se está manejando a nivel mundial. Todas estas medidas sobre valoración de inversiones, sobre la gestión de activos y pasivos y el mismo estilo de medidas sobre lavado de activos son sistemas autorregulatorios, en donde la responsabilidad de las entidades es mucho más grande que la responsabilidad del supervisor.

Salida de entidades del sistema

En cuanto al tema de la salida de entidades del sistema, hay que referirse de nuevo al Estatuto Orgánico. Para la Superintendencia la salida de entidades del sistema financiero hoy en día es muy compleja, muy lenta y no necesariamente protege los intereses de los ahorradores, ni de los accionistas. No es que se trate de proteger en un momento de salida el interés del accionista, pero, para empezar, no protege el de los ahorradores como se quisiera. ¿Por qué razón? Al liquidar una empresa se empieza un proceso de conflicto entre los intereses de los ahorradores y los de los dueños, el cual comienza desde que la empresa entra en problemas graves. Por ese conflicto y por las implicaciones legales que tiene cualquier intervención de la Superintendencia Bancaria o del Fogafin en dicho proceso,

se dificulta mucho una liquidación rápida. En estos casos cabe citar el ejemplo del Banco Bearings, en Inglaterra, que en cuestión de dos días se vendió por un dólar. Esto indudablemente protegió los recursos del público porque simplemente le transfirió los pasivos a una entidad que tenía cómo protegerlos.

En Colombia no se puede hacer eso. Una intervención de Fogafin, como la que se realizó en el caso de La Fortaleza, implicó una especie de nacionalización de la entidad, y para poderla vender había que adoptar todos los procesos que la ley diseña para la privatización. El primero es la oferta al sector solidario, que puede durar muchos meses. Durante un período determinado se va deteriorando el valor de los activos y el de cualquier producto que pudiera tener valor, como la tarjeta de crédito, como la clientela, y cuando llega el momento de la liquidación total de la entidad puede responder con mucho menos holgura a los ahorradores. Eso es indeseable. Lo ideal es tener procesos de liquidación mucho más rápidos y más ágiles, y por eso la Superintendencia va a trabajar intensamente en este proceso de cambios al Estatuto Orgánico.

Por otro lado, también se quisieran ver los mecanismos de salvamento con mucha más oportunidad y no necesariamente como están diseñados, para intervenir cuando el salvamento ya es innecesario. El salvamento se requiere cuando todavía hay algo que hacer por una entidad, pero cuando ésta ya se halla en quebranto patrimonial notorio, es muy poco el salvamento que se puede hacer. En ese sentido también se va a trabajar.

Las fusiones son una forma de salir del sistema sanamente, sin traumatismo, sin liquidación, sin peligro para los ahorros del público. En este momento se están presentando varios procesos de fusiones y consolidaciones en el sistema financiero, pero éstos son complejos por la valoración que tiene que hacerse de cada una de las entidades y el proceso de aceptación de dicha valoración por parte de los accionistas. Cuando la empresa está bien esto no tiene ninguna importancia, pero cuando se encuentra en problemas y se requiere que salga rápido de ellos para defender los intereses de los ahorradores, un proceso largo de valoración indudablemente pone en peligro los ahorros del público en una forma alarmante. La Superintendencia quisiera ver esos procesos reducidos cuando las em-

presas entran en problemas graves y ese, será, sin duda, un tema básico de discusión en este proceso de reforma del sistema.

Estructura del sector financiero

En cuarto lugar está un tema muy importante: la multibanca. Es un término bastante sugestivo, que quizás causa más expectativas de lo que realmente es, porque el sistema financiero nacional está mucho más cerca de la multibanca de lo que cualquiera pudiera pensar. Colombia está en un sistema que se ha llamado el de la especialización por filiales, que es un intermedio entre especialización y multibanca, pero mucho más hacia el lado de la multibanca que hacia el lado de la especialización.

Si se hace una tabla poniendo X en las operaciones que puede realizar cada entidad financiera, estaría casi totalmente llena de X. Es decir, casi todas las operaciones las pueden hacer todos. Naturalmente, la operación de cuenta corriente está restringida porque es la operación pasiva más riesgosa, por el cortísimo plazo que tiene. Por eso parece deseable que siga restringida, aunque existen algunas opiniones en contra de esta idea.

En cuanto a las operaciones activas, que es donde más se va a trabajar, son pocos los temas que quedan por tratar, son pocas las barreras de especialización que quedan por romper. Algunos de ellos podrían ser los siguientes:

- *El leasing*. Se verá si el *leasing* lo pueden hacer los bancos o no. En términos generales se podría pensar que sería sano que lo pudieran hacer entidades más grandes con el fin de diversificar más el riesgo de los ahorradores y de permitirles un respiro patrimonial, es decir, asociarse patrimonialmente a las entidades pequeñas con una entidad con más capacidad de responder en el corto plazo, pues hoy en día casi todas las empresas de *leasing* están asociadas a un grupo financiero grande.
- *La fiducia*. Existe la duda de si la fiducia se debería volver a hacer en los bancos. Indudablemente se presentan conflictos de interés, y ese

va a ser un tema clave en las discusiones sobre reforma al Estatuto; es decir, ¿cómo se podrían resolver esos conflictos de interés y qué tan sano es que se realice fiducia en el Estatuto Orgánico?

- *La banca-seguros*. Ya se está discutiendo una ley en el Congreso y, por tanto, no hay necesidad de incorporarla a este proceso de cambios al Estatuto Orgánico.

La conclusión de esta enumeración es que son muy pocos los productos de operaciones activas que no están ya liberalizados y que se pueden realizar en cualquier entidad.

Un tema estructural muy importante –y tal vez el más complejo– va a ser cómo resolver el futuro de las corporaciones financieras. Estas fueron una especie de dinosaurios que se crearon en una época en que se consideraba necesario que intermediaran el crédito de fomento y que se estimulara el desarrollo de la industria, especialmente manufacturera, mediante ellas, pero hoy en día tienen tal cantidad de restricciones que cada vez se les dificulta más competir con las demás entidades.

Indudablemente hay que rescatar la corporación financiera, y probablemente reinventarla y diseñar un esquema que tenga más perspectivas, pues existen dudas sobre el futuro del esquema que se ha planteado y sobre las posibilidades de que en un esquema muy competitivo sobreviva con tantas limitaciones legales para manejar sus activos.

¿Cuál debe ser el tamaño de las corporaciones financieras? ¿Deberían ser más bien unos bancos de inversión? ¿Muy especializados en bancos de inversión, inclusive sin captar dinero del público en el corto plazo? ¿Deberían hacer *leasing* en gran escala? Hay muchas preguntas que se deben responder en este proceso de discusión.

Por último, quiero referirme a un tema exclusivamente de supervisión, que es bien interesante y que algunas entidades financieras, en particular la Asociación Bancaria, ya lo han abordado con mucho profesionalismo: las quejas. El cliente del sector financiero siempre se siente relativamente desprotegido cuando tiene que presentar una queja, y la Superintendencia Bancaria, relativamente impotente frente a su capacidad de respuesta ante la queja.

La Superintendencia ve con mucha satisfacción el proceso de defensores del cliente que se está llevando a cabo y quiere trabajar en él, junto con el sector financiero, para estimularlo. Se ha pensado en una figura que se está discutiendo desde hace muchos años en la Superintendencia, inclusive en los medios judiciales, sobre las posibilidades de que esta institución tuviera más facultades de resolución de conflictos y que no necesariamente todos los conflictos que no soluciona el defensor del cliente fueran a la justicia ordinaria, sino que pudieran resolverse en alguna forma y dentro de ciertas limitaciones, con la Superintendencia Bancaria. Ese va a ser otro tema de discusión, por supuesto respetando y teniendo en cuenta como primera opción la acción muy positiva y muy importante que desarrollarán los defensores del cliente.

Con estas observaciones se ha pretendido darles una idea de los temas de discusión que se están abordando en este proyecto de reforma al sistema financiero. Quiero dejar claro el mensaje de que no se trata del gran revólucion del sistema financiero y del gran cambio del Estatuto Orgánico; además, repito con insistencia que el estatuto es bueno y que los cambios hacia la multibanca ya están bastante avanzados históricamente en el proceso bancario y financiero colombiano, y que los pasos que se den no van a resultar tan trascendentales como habrían sido en otro momento, porque ya estamos bastante lejos de mucha especialización.

HACIA UNA NUEVA REGULACIÓN
Y SUPERVISIÓN DEL SECTOR FINANCIERO:
PERSPECTIVA DE LA ASOBANCARIA

César González Muñoz
Presidente de la Asobancaria

Agradezco sinceramente a la doctora Chiappe por haber aceptado nuestra invitación; me complace el talante de diálogo y deliberación que la Superintendencia Bancaria ha adoptado con el sector financiero y sus representantes.

En lo fundamental, estamos de acuerdo; sin embargo, existen algunas divergencias conceptuales que pueden ser objeto de deliberación para que finalmente las decisiones y los cambios que se produzcan a nivel administrativo, regulatorio y legislativo en el sistema financiero sean el resultado de un proceso democrático, abierto y fundado en razones estrictamente técnicas y de interés público.

En la administración de la Asobancaria pensamos que la regulación de las empresas del sistema financiero, ya sea ésta estructural o prudencial, no puede ser un ejercicio solitario y unilateral de las autoridades económicas. Desde una perspectiva moderna, y dado que este sector está compuesto por las diversas empresas financieras, los inversionistas, los ahorradores y las autoridades de regulación y supervisión, ese ejercicio debe resultar de un esfuerzo común de las empresas y el Estado para mantener la estabilidad del sistema y alcanzar estándares de competitividad y eficiencia que aseguren un crecimiento dinámico. En este contexto surgirán reglas de juego democráticas, a las que deberán ceñirse tanto los regulados y supervisados, como los reguladores y supervisores. La Superintendencia, por su parte, ha dado señales de estar de acuerdo con este planteamiento.

Es desde esa perspectiva general que ofrezco hoy a ustedes algunas reflexiones en torno al cercano devenir del sector. Esta presentación expresa el pensamiento de la administración de la Asobancaria, mas no el criterio oficial de la Asociación, definido como el conjunto de sus organismos de decisión y sus miembros, porque estamos iniciando, precisamente, un período de intenso diálogo sobre el tema con todos nuestros miembros.

Reforma financiera de 1990: un gran paso

Estoy de acuerdo con la superintendente en que la reforma financiera de 1990 fue una reforma sustancial, en que fue una buena reforma, en que no necesitamos reformarla, hacerle una revolución a esa revolución; en que hay que pensar, en el marco de esa reforma, hacia dónde debemos dirigirnos.

Los cambios en las economías nacionales, la tendencia hacia la globalización en los mercados internacionales, y las nuevas condiciones de competencia y competitividad que esos cambios suponen, han llevado a que las reformas a los sistemas financieros tiendan a crear un mayor espacio para el mercado. En ese sentido, se busca que sean las empresas y sus gerentes los que decidan, dentro de los parámetros de la prudencia y de una supervisión eficiente, la dirección de sus propios negocios financieros y la asunción de niveles de riesgo consecuentes con la profundidad y amplitud del mercado.

El dominio del liberalismo financiero es una historia relativamente reciente en economías en desarrollo. Las economías llamadas de alto rendimiento en el sureste asiático tuvieron durante largas décadas un régimen de intervención, administración y "dirigismo" estatales de sus sistemas financieros. El proceso de ahorro e inversión se hacía fundamentalmente a través de instituciones intermediarias, altamente intervenidas y administradas por el Estado; los banqueros de esos países estaban vinculados políticamente a los regímenes existentes, de claros perfiles autoritarios.

La descentralización de las decisiones y el énfasis en el desarrollo de los mercados de capitales pertenecen más nítidamente a escenarios democráticos en la vida política de los países. Y hacia allá va Colombia: hacia

un sistema financiero liberalizado, competitivo, en el marco de una vida pública más democrática.

Tal como lo expresó la superintendente, la reforma del sistema financiero colombiano avanzó en diversos frentes. En materia de estructura sectorial, se eliminó la discrecionalidad para el ingreso y salida de las empresas al sector estableciendo criterios técnicos en relación con niveles mínimos de capital; se adecuaron algunas normas para acelerar los procesos de privatización, conversión, escisión, adquisición y fusión de las entidades financieras; se eliminó cualquier diferenciación entre nacionales y extranjeros para la inversión en el sector financiero; se levantó el control de cambios vinculando activamente al sector financiero en su operación; se modificó la estructura de la propiedad, ya que una parte significativa del sector pertenecía al Estado, y se intentó regular los flujos de información entre los agentes del mercado, entre otras modificaciones. Además, las autoridades económicas trataron de superar los obstáculos en la asignación de recursos y la segmentación del mercado, que había resultado de la coexistencia de regulaciones diferenciales dentro del esquema de banca especializada. Se estableció un sistema de conglomerados, en el cual los establecimientos de crédito podrían expandirse hacia actividades no bancarias, a través del sistema de filiales.

En cuanto a la regulación prudencial, se han dado pasos importantes con la implantación de normas sobre calificación de cartera y constitución de provisiones, límites individuales de crédito, patrimonio técnico ponderado por activos de riesgo, valoración de inversiones a precios de mercado y gestión de activos y pasivos; no obstante, algunos de ellos han ido por una senda equivocada. En el caso de la valoración a precios de mercado, hay problemas fuertes de incoherencia entre las llamadas tasas de interés de referencia y la realidad de los mercados financieros; como consecuencia, las entidades financieras están sufriendo serios problemas de volatilidad en sus resultados.

Por último, en lo referente a la relación entre el Estado y el sistema financiero, los criterios de intervención del ejecutivo se sujetaron a las normas generales establecidas por el Congreso. Además, se dio un gran paso en el campo de la modernización institucional con la conversión del Banco de la República en banco central independiente.

Los avances de la reforma financiera han resultado en una exacerbación de la competencia y en una fuerte expansión de la inversión extranjera. Estas nuevas condiciones han promovido cambios en el desempeño, la regulación y la estructura del sistema; muchas entidades van a desaparecer en el marco de mayor competencia, tasas de interés activas en descenso y menores márgenes de intermediación y rentabilidad patrimonial.

En consecuencia, el número de entidades será menor gracias a su conglomeración: su tamaño típico va a crecer; los líderes del sector financiero, los reguladores y los supervisores tienen el gran desafío de llevar a buen término esa transición, hacerla lo menos dolorosa posible y darle al sector financiero las condiciones para que pueda pasar ese vado histórico adecuadamente.

El mercado: generador de señales

El sector debe avanzar más decididamente sobre una senda de autorregulación, modernización de la supervisión y, radicalmente, sobre la eliminación de cualquier tipo de especialización. Las entidades, sus gerentes y administradores deben lograr la “mayoría de edad” en materia de administración del riesgo y de definición de los parámetros de eficiencia gerencial, y las autoridades de regulación y supervisión deben posibilitar espacios comunes de discusión y de construcción de herramientas modernas que preserven la salud y estabilidad del sistema, así como la neutralidad de su labor.

El gobierno debe decidirse, finalmente, por llevar anclas para eliminar los elementos de diferenciación entre establecimientos de crédito por la vía administrativa, en lo que dispone de un alto margen de maniobra, y, en los casos en que sea necesario, realizando los trámites pertinentes frente al Congreso de la República.

La administración de la Asobancaria piensa que el sistema de matrices y filiales debe mantenerse, pero que debe posibilitarse la libre escogencia de los empresarios en relación con el manejo de las actividades a través de sus filiales o del balance propio, de tal manera que las decisiones se dejen en manos de los propios empresarios del sistema.

Dentro de la naturaleza de la banca universal, y dadas las modificaciones del sistema de pagos, el primer paso lógico hacia la eliminación de la especialización sería permitir que las entidades que lo deseen, en el espectro de los actuales establecimientos de crédito, ofrezcan el servicio de cuenta corriente. La exclusividad en la prestación de ese servicio se origina en la asimilación de las cuentas corrientes al concepto de medios de pago. Sin embargo, la sofisticación en el manejo de los portafolios por parte de los diversos agentes económicos y el desarrollo de la banca electrónica han ampliado la gama de instrumentos financieros asociados con ese concepto y, por tanto, con la operatividad del sistema de pagos y el ejercicio de la política monetaria. Las entidades que ofrezcan el servicio deben someterse a los requisitos de capital mínimo y a las normas de regulación prudencial típicas de ese tipo de entidades; ellas se clasificarían entonces como establecimientos bancarios.

Dentro de la lógica de la eliminación de barreras, tampoco resulta consecuente el mantenimiento de restricciones para el otorgamiento de créditos por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda, en cuanto al requisito de garantías hipotecarias. En este caso, la introducción de las normas de GAP debe sustituir las restricciones en la estructuración de su mezcla de activos y pasivos. En la medida en que ese instrumento se impone como herramienta gerencial, los plazos de sus captaciones tienden a recomponerse en favor del mediano y largo plazos.

En el caso de las corporaciones financieras, el régimen de inversiones de capital resulta anacrónico en la medida en que exige una posición mínima en acciones. Tal como se argumentó con respecto al establecimiento de una posición propia mínima en moneda extranjera, la posibilidad de tener posiciones abiertas debe relacionarse con una determinada proporción máxima de capital y no con un mínimo, como ocurre en la actualidad. De esa manera, se mantendría un mecanismo más adecuado en cuanto al control del riesgo de ese tipo de inversiones; además, no hay que perder de vista que, dentro del viejo esquema de banca de desarrollo, la obligación de invertir en acciones por parte de las corporaciones financieras se compensaba con el acceso a importantes líneas de crédito en la parte pasiva del balance. Pero ese era otro mundo; en la actualidad los privilegios y restricciones deben sustituirse por criterios de regulación prudencial, ampliamente desarrollados a nivel internacional.

La obligatoriedad de mantener niveles mínimos de posición propia en acciones debe desaparecer y, de acuerdo con lo que la lógica indicaría, todas las entidades deberían tener la posibilidad de invertir en acciones; sin embargo, las condiciones de desarrollo del mercado de capitales y la reacción atávica a la concentración de la riqueza hacen poco viable esta última opción. En este escenario alternativo, ninguna entidad financiera debería realizar inversiones en acciones, ni siquiera las corporaciones financieras; de sus balances debe excluirse el portafolio de inversiones de capital. En tales condiciones, estas entidades serían establecimientos de crédito indiferenciados y, en cualquier caso, la regulación determinaría un máximo de posición propia abierta en la tenencia de acciones.

La Asobancaria analizó a fondo la situación actual de las corporaciones financieras, incluido el tema de posición mínima de acciones, y presentó un documento al ministro de Hacienda y a la superintendente bancaria, sobre el cual esperamos pronta respuesta.

Para eliminar cualquier nicho de especialización hay que generalizar el ofrecimiento del servicio de leasing. Coincido con la posición de la Superintendencia: cualquier establecimiento de crédito debería poder manejar el leasing.

Adicionalmente, las entidades financieras deberían tener la posibilidad de transar, para sí y para terceros, valores pertenecientes al mercado monetario y al mercado de corto plazo; el sistema financiero debería participar de lleno como intermediario de valores.

Vigilancia de la Superbancaria: para los depositantes solamente

Creo que uno de los elementos más importantes de la discusión en torno a los ajustes al marco normativo del sistema financiero tiene que ver con la naturaleza y el alcance de la supervisión financiera.

Por una parte, considero necesario hacer una clara distribución de las competencias de supervisión entre las superintendencias Bancaria y de Valores, de acuerdo con la naturaleza de los negocios que realizan las entidades financieras. En ese sentido, a las sociedades fiduciarias las debería

vigilar la Superintendencia de Valores y no la Bancaria, ya que los recursos colocados en los fondos comunes son inversiones de los clientes, ante las cuales las sociedades fiduciarias tienen una obligación de medio y no de resultado. Una discusión análoga debe darse con respecto a los almacenes generales de depósito.

En cuanto al ejercicio de la Superintendencia Bancaria y desde una perspectiva moderna de la supervisión, creo que su función esencial es mantener la estabilidad del sistema financiero y no proteger a los ahorradores individuales. El sector financiero, sus representantes y los supervisores y reguladores debemos favorecer el fortalecimiento de una cultura del riesgo; para ello es necesario ampliar las prácticas de revelación de información por parte de las entidades financieras y educar a los usuarios del sistema en la lectura y el análisis de esa información, para que sus decisiones se basen en una verdadera evaluación del riesgo.

Un avance en ese sentido supondría, además, un menor nivel de minuciosidad y detalle en la supervisión bancaria.

Lo que viene...

En el trasfondo del esquema, el sector financiero debe cumplir varias condiciones fundamentales. En primer lugar, ser revelador de información integral y eficaz. En la actualidad, la labor es insuficiente e incompleta, pues los clientes no tienen la posibilidad de distinguir entre prestadores de servicios financieros por su solvencia, por su riesgo o por su costo, entre otros.

En segundo lugar, promover mecanismos adecuados de protección y de defensa al consumidor. En este campo se ha avanzado hasta el punto de que el sector financiero colombiano va a la vanguardia en muchos aspectos, en un corto período de tiempo. Estoy de acuerdo con la doctora María Luisa Chiappe en que debería haber en la Superintendencia, o en alguna otra institución del Estado, una instancia que resolviera los casos a los que finalmente no se les pueda dar una respuesta por las vías del defensor del cliente o del arbitraje o cuando, debido a la cuantía, no se puedan solucionar directamente con la entidad involucrada.

Finalmente, incorporar mecanismos de salvamento y de salida ordenada del sistema. El seguro de depósito debe ser más transparente, claro y revelador de información; tiene que representar efectivamente un mecanismo de seguro, con arreglo a las condiciones de las compañías de seguros, con primas diferenciales cobradas a los diferentes depositantes, de manera que tanto el Fogafin, o la entidad responsable del seguro de depósitos, como los consumidores puedan discriminar por riesgos asegurados. Se debe proteger únicamente a los depositantes más pequeños, a la gente más débil, a la que tiene menor capacidad de discriminación.

Estos son los temas que hoy día preocupan intelectualmente a la administración de la Asobancaria. Esperamos que, como resultado de la discusión, lleguemos a una organización general del sistema financiero que responda adecuadamente al interés público y a las necesidades de modernidad, eficiencia y profundidad.

El problema no es referirse a la multibanca o a la banca especializada, sino posibilitar que el contexto en el que se mueva el sector sea más eficiente, más competitivo, más protector de los intereses de los ahorradores y de los clientes, más defensor del cliente, más autorregulado y más libre de tomar decisiones empresariales sin exceso de patrocinio por parte de las autoridades del Estado.

DISCRIMINACIÓN DE LOS RIESGOS
CREDITICIOS DE TESORERÍA:
PERSPECTIVA DE LA BANCA INTERNACIONAL

Andrew Willans
Vicepresidente del Bank of America

Marco del riesgo crediticio comercial

Todos estamos familiarizados, dentro de la práctica bancaria tradicional, con el riesgo relacionado con los préstamos (aquel dinero que sale directamente por la puerta y que después queremos que nos devuelvan). Así mismo, nos sentimos relativamente bien con el entendimiento que tenemos acerca del riesgo de nuestro portafolio de crédito, y con los riesgos que enfrentamos con respecto al capital de nuestros bancos. Pero, ¿qué hay del nuevo mundo del mercado de capitales? ¿Cómo sabemos que toda esta frenética actividad comercial en la que nos involucramos cada vez más en estos días no está introduciendo nuevos y mayores riesgos, cliente por cliente, y para todo el portafolio de crédito? A continuación se hará un marco de referencia para la evaluación del riesgo crediticio comercial, se expondrá la naturaleza de esos riesgos, y se mostrará cómo deben evaluarse, punto por punto. Finalmente, se harán algunos comentarios sobre esos riesgos, dentro del contexto del portafolio de crédito del banco.

El riesgo crediticio de los préstamos es igual a la suma de los préstamos hechos a cada cliente. Este es un número discreto y básicamente transparente, fácil de visualizar como una medida del riesgo, y que puede utilizarse con facilidad para determinar aspectos como cuánto capital se requiere para un portafolio de un cierto nivel de riesgo. El procedimiento es una distribución simple y bien determinada del capital, basada en un sis-

tema de calificaciones (por ejemplo de 1 a 10) asignadas a cada préstamo. Esto puede refinarse aún más mediante la utilización de datos estadísticos que determinan el historial estadístico de pérdidas para cada tipo de préstamo, para una asignación más precisa de capital. A través de medios como éste se puede obtener una visión más precisa del nivel de riesgo del portafolio de actividades bancarias (préstamos), comprendiendo también los riesgos de pérdidas para préstamos cliente por cliente. Pero, ¿qué ocurre cuando se va más allá del negocio de los préstamos y se sobreponen actividades del mercado de capitales al portafolio de préstamos de los clientes? Por ejemplo, se pueden comenzar a comercializar activamente *forwards*, divisas, depósitos a término y certificados de depósito a través de fondeos (repo), utilizando opciones o derivados por cuenta propia, y aun ofreciéndolos a nuestros clientes. ¿Cómo alimentamos la información de estas nuevas actividades a nuestro sistema bien establecido de calificación y determinación de créditos?

Un primer paso podría ser determinar el riesgo de estas nuevas actividades como tales, sin consideración de la contraparte o de su efecto sobre el portafolio. A continuación, necesitaríamos sumar todos estos riesgos dentro de la evaluación general del riesgo crediticio, cliente por cliente. El paso final sería sumar toda esta información y determinar su efecto sobre el portafolio total, y posiblemente luego volver a chequear nuestros supuestos acerca de la idoneidad del capital. Claramente, el grado de esfuerzo que se dedique a cada uno de estos pasos dependerá del tamaño y complejidad de los mercados de capitales, y de las actividades comerciales.

Más allá de los beneficios obvios que la retroalimentación del impacto sobre el riesgo crediticio de los productos y actividades del mercado de capitales ofrece a nuestras consideraciones sobre idoneidad de capital y rentabilidad existen los beneficios adicionales de tener que pasar por todo el proceso, tales como:

- *Mejora las operaciones.* Un examen disciplinado y una evaluación sobre esta área sondearán, probarán y mejorarán los sistemas de seguimiento sobre el crédito y el riesgo, haciendo menos probable que nos veamos afectados por riesgos inesperados en el momento de una falla en los sistemas.

- *Reduce la incertidumbre.* Existen dos reacciones posibles por parte de una gerencia que carece de la información adecuada acerca de los riesgos en las actividades comerciales: por una parte, puede volverse excesivamente conservadora ante un gran volumen de variables desconocidas y, por otra, si no se han estudiado los riesgos sino que simplemente se han dejado a un lado clasificándolos como “riesgos menores del mercado”, podría presentarse entonces una situación en la cual se tomaran demasiados riesgos sin pleno conocimiento. Rara vez se encontrará un término medio adecuado, sin una atención metódica a los riesgos crediticios comerciales.
- *Reduce el costo del crédito.* La evaluación de prácticas crediticias comerciales de sus números opuestos es una disciplina comercial reconocida entre los actores internacionales (por filtrar las contrapartes y sus negocios crediticios). Por ejemplo, el bien conocido estándar de la Reserva Federal americana para análisis bancario, la guía Camel, incorpora ahora una sección sobre prácticas de manejo de riesgos enfocada hacia aspectos como exposición interna y control de crédito. Una pregunta que surge es cómo evalúa el banco el riesgo crediticio de las contrapartes. Una evaluación positiva en esta área del análisis Camel contribuirá a una mayor disponibilidad de crédito en general.

Debido a que el comercio, en contra de lo que ocurre con los préstamos, frecuentemente introduce obligaciones bilaterales (por ejemplo, lo que es una ganancia para usted es una pérdida para su contraparte y viceversa), el análisis crediticio resulta también ser una moneda de dos caras. De la misma forma que alguien evalúa a sus contrapartes, ellas lo evalúan, y en un grado aún mayor su confianza sobre qué tan bien maneja sus riesgos influirá de manera importante en el volumen de crédito comercial que han de concederle.

Finalmente, un importante beneficio que ha resultado de la proliferación del estudio del crédito comercial en los Estados Unidos ha sido el que la liquidez en los mercados ha aumentado directa y sustancialmente. Puede que esto no haya sido el resultado exclusivo del trabajo de los departamentos de crédito, pero consideremos el caso del mercado de fondeos (*mercado de repo*). Esencialmente una innovación que apareció después de la segunda guerra mundial, los fondeos fueron, y continuaron siéndolo

durante muchos años, una herramienta restringida para uso exclusivo de un grupo de cerca de 20 de los más grandes corredores y bancos americanos. Lógicamente, no había necesidad de efectuar un análisis crediticio entre ellos mismos, pero hoy en día bancos como el Bank of America tienen literalmente miles de contrapartes, incluyendo individuos prestantes que utilizan los fondeos para invertir el exceso de liquidez. Esta expansión masiva de liquidez no hubiese sido posible sin un cuidadoso y disciplinado examen de cada contraparte.

A continuación se hará un bosquejo básico de la determinación del riesgo crediticio para productos comerciales, con los lineamientos ya expuestos.

- *Riesgos crediticios en el comercio.* ¿Cuáles son los riesgos?
- *Evaluación del riesgo crediticio comercial en una base cliente por cliente.* ¿Cómo se evalúan estos riesgos cliente por cliente?
- *Influencia de las actividades comerciales en los riesgos crediticios de un portafolio bancario.* ¿Cómo se pueden agregar todos estos riesgos a través del portafolio?

Riesgos crediticios en el comercio

Los dos riesgos básicos son bien conocidos: riesgos antes de la liquidación (*settlement*) y riesgos después de la liquidación. Al considerar lo siguiente es importante señalar que los dos son diferentes, y que por lo tanto están sujetos a un manejo y control distintos. No es recomendable sumarlos directamente, ya sea producto por producto o cliente por cliente.

Riesgo de liquidación

Es el riesgo de que la contraparte no cumpla con su parte del convenio una vez que usted haya cumplido con la suya. Por ejemplo, no entregar moneda extranjera después que usted haya entregado pesos, no pagar por títulos valores o devolver efectivo en transacciones de fondeo, etc. En un sentido, este es un riesgo binario: se corre el riesgo de liquidación o no

se corre, insistiendo en que su cliente pague o cumpla con su parte del convenio antes de que usted lo haga. Mejor aún, usted podría efectuar la liquidación a través de una cámara de compensación, en donde el intercambio se convierte en la contraparte para ambas partes en la transacción, y/o ambas partes cierran de manera simultánea. Obviamente, si usted obtiene los fondos antes, o en el momento de la transacción, el riesgo habrá desaparecido.

Hay que tomar en cuenta algo de sabiduría convencional:

- No existe riesgo a través de una cámara de compensación (en relación con operaciones mayores).
- No hay riesgo a través de sistemas de pago.

Para actividades comerciales a pequeña escala, pero con los cuidados básicos respectivos, podría ser razonable asumir los riesgos de la liquidación siempre y cuando, por lo menos, el corredor esté actuando realmente como un corredor (no como la parte principal), y utilice una cámara de compensación y un sistema de pago confiable. Para actividades regionales a gran escala, o para actividades comerciales globales, alguien de créditos deberá verificar estas suposiciones.

La razón de esto se puede ilustrar mediante algunos ejemplos:

- *Clearing House for Interbank Payments (Chips)*. Es conocido como el primer sistema multilateral de compensación, y como el modelo para muchos sistemas de liquidación en todo el mundo. El hecho de que sus participantes establezcan límites bilaterales de crédito entre ellos para controlar el máximo crédito neto diario de cada miembro, y que es la bolsa misma la que pone el límite sobre el total de dólares pagados por cada participante, demuestra que los bancos dueños de Chips están conscientes de que en el peor de los casos podría no haber escapatoria a una calamidad que causaría trastornos y haría fracasar el mejor sistema de pagos. Esto nunca ha ocurrido con Chips, pero, por ejemplo, el congelamiento de activos iraníes durante la crisis de los rehenes americanos representó una presión aún mayor sobre este sistema.

- Hong Kong atravesó por una situación difícil en 1987, y muchos de los corredores que habían sido considerados como sólidos dentro del mercado de futuros de Hong Kong no pudieron responder en el momento en que el mercado cayó: el mercado quebró al agotarse sus reservas y al no poder pagar a los corredores. Por tanto, el gobierno tuvo que prestar su apoyo para evitar la situación embarazosa de ver fracasar el primer mercado de futuros.

Con la premisa de que no existe sistema alguno que pueda eliminar completamente los riesgos crediticios comerciales el Bank of America evalúa –por medio de estudios– la solidez crediticia de todas las bolsas y sistemas de pago en los cuales participa, definiendo los límites de crédito. Con estos estudios se define la operación de cada sistema y, en lo referente a las bolsas, se hace seguimiento a la interrelación de la estructura crediticia que existe entre los corredores. En el caso de Hong Kong, por ejemplo, la inyección de dinero del gobierno permitió a la bolsa acreditar las cuentas de los corredores con posiciones netas cortas; sin embargo, aquellos que tenían posiciones cortas con una cámara de compensación no pudieron pagar a los clientes que tenían abiertas aquellas posiciones con ellos. Esto se debió a que el sistema de márgenes de la bolsa permitió a los corredores pagar el margen únicamente sobre las posiciones netas largas de todos los clientes. Fue así como, a pesar de que el corredor cobró a la bolsa, pudo haber tenido muchos clientes con posiciones largas que fueron incapaces de pagar, debiendo entonces ir a la quiebra. En este ejemplo, de una buena bolsa pero de un mal corredor, se puede ver que sin un buen entendimiento de todos los aspectos y de los límites adecuados es posible resultar afectados.

De acuerdo con esto, se puede inferir que este tipo de estudio detenido de las bolsas y de los sistemas de pago tiene mayor sentido para las grandes operaciones comerciales internacionales que no cuentan con un conocimiento íntimo y detallado de cada una de sus contrapartes, y que en los mercados externos dependerán más de las bolsas y de sistemas de liquidación DVP (*delivery versus payment*, entrega contra pago). Estos actores pueden ser también los protagonistas del desarrollo y mejoramiento de los sistemas locales de liquidación. A pesar de que la liquidación representa un riesgo solamente durante un tiempo limitado, es fácil ver por qué podría insistirse en algún tipo de pago anticipado ya que, después de

todo, el valor total del contrato permanece pendiente en contraposición a un “riesgo del mercado” generalmente mucho menor, en caso de que el contrato tuviese que ser remplazado en el mercado. Tales actores están más tranquilos al permitir mayor actividad comercial con sus clientes, siempre y cuando el riesgo de la liquidación se haya eliminado de la ecuación. Debido a que la presencia de grandes actores regionales o globales trae profundidad y una mayor liquidez, es fácil concluir que contar con mecanismos de compensación apropiados y confiables debe convertirse en una prioridad.

El otro riesgo involucrado en las actividades comerciales es comúnmente conocido como riesgo antes de la liquidación.

Riesgo antes de la liquidación

El riesgo antes de la liquidación se genera debido a que está basado en el valor de un derecho o de una obligación, el cual a su vez depende del precio de una variable financiera volátil. Se perderá valor en la medida en que su contraparte pierda su capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras. Por ejemplo, usted podría haber cerrado un contrato con un cliente por compra de divisas a un precio determinado. En caso de que dicho cliente no pudiese cumplir con su parte, usted se vería forzado a recurrir al mercado local de divisas, liquidándolas a un precio que podría representarle una pérdida. Aunque dicha pérdida sería el resultado de las fluctuaciones del mercado, no sería correcto considerarla como un simple “riesgo del mercado”. Es importante estar seguro de que la parte con la que se contrata tiene la suficiente solidez financiera (o crediticia) para respaldar el contrato, garantizando que estará en condiciones de cumplir con su responsabilidad comercial. El riesgo crediticio antes de la liquidación no es simplemente el riesgo del mercado, ya que este concepto se enfoca sólo sobre el valor del contrato medido a precio de mercado; adicionalmente, existe también el “potencial” de que usted podría ganar dinero aun más allá del valor de mercado vigente, antes de la expiración del contrato financiero específico. En el momento (y en caso de que ocurra) en que la contraparte incumpla, entonces esta ganancia potencial se convertirá en una pérdida real.

En este punto, podría ser útil resaltar que estos dos elementos de riesgo son los componentes comunes y básicos de todos los productos comerciales, puntuales, hacia el futuro y derivados. La gente utiliza toda clase de nombres elegantes y marcas de productos, y en especial los instrumentos derivados podrían verse como algo complicado; pero esencialmente son sólo derechos y obligaciones contractuales para vender o comprar algún elemento en el futuro. Sin embargo, estas obligaciones se liquidan, finalmente, ya sea a través de la bolsa del producto específico o en efectivo, lo cual determinará el elemento de riesgo de liquidación. De tal forma, mientras que no se sepa cómo sucede esto y no se maneje la liquidación a través de un sistema de pago DVP o de un sistema de liquidación efectivo, o no se aferre a su “contravalor” de liquidación hasta haber recibido el pago de la liquidación de la otra parte, se enfrentará a un riesgo de liquidación en el momento de la misma. Otra alternativa es suscribir un contrato de compensación exacta en el momento de la liquidación; debido a que el precio del mercado habrá cambiado, se podría terminar pagando o recibiendo una suma de dinero generalmente mucho menor, pero esto tendrá que ver sólo con el valor del contrato en el mercado y no con el valor nominal.

Una vez que se haya resuelto el aspecto del riesgo crediticio de la liquidación del producto o de la actividad, todo lo que resta es el riesgo crediticio antes de la liquidación. En contratos en los que, por su naturaleza o mediante diseño deliberado (fondeos liquidados a través de un tercero) no existe riesgo de liquidación, independientemente de la volatilidad de las variables, el riesgo crediticio asociado con un nivel nominal de este tipo de actividad es mucho menor que para un préstamo directo de una cantidad de dinero nominal similar. Por ejemplo, un préstamo \$10 billones son claramente \$10 millones entregados (¡buena suerte para recuperarlos!), mientras que el riesgo sobre un contrato de valores \$10 billones a tres meses está relacionado solamente con la valoración a mercado más la revaluación potencial sobre el precio al contado del valor versus el precio contratado sobre la vigencia de tres meses del contrato. Esto dependerá, a su vez, de la volatilidad del precio del valor, y cualquiera que éste sea, resultará poco probable (dada la situación actual de los mercados) que sea mayor que el 10% del valor básico del contrato. En otras palabras, el riesgo crediticio antes de la liquidación para esta transacción de valores no sería mayor del 10% de \$10 billones.

Evaluación del riesgo crediticio comercial en una base cliente por cliente

Con el fin de calcular el valor de mercado del portafolio comercial, todo lo que se requiere es sumar los valores de mercado de cada uno de los instrumentos y contratos que se poseen. De igual forma, se puede lograr una aproximación del riesgo de mercado del mismo portafolio probando la forma como este valor combinado del mercado cambiará con fundamento en las suposiciones acerca de la volatilidad de los instrumentos básicos. Debido a esta volatilidad se puede estimar el rango dentro del cual los precios de estos contratos podrían fluctuar. Si se considera una volatilidad de un día, esto dará una indicación del valor para un día, o los ingresos bajo riesgo. Debido a que algunos de los contratos se compensan (algunos son compras, otros son ventas), y que las posiciones en diferentes instrumentos se correlacionan de una forma que dista mucho de ser perfecta, se está, para efectos de riesgos de mercado, en última instancia sólo interesado en los efectos de la volatilidad sobre su posición neta global. El riesgo crediticio relacionado con este riesgo del mercado es un concepto totalmente diferente.

Consideremos un ejemplo sencillo. Digamos que por cualquier razón comercial o del mercado su posición en moneda extranjera hacia adelante involucra dos contratos. En un momento determinado usted decide vender \$10 millones un mes hacia adelante, y más tarde en ese mismo día decide cerrar su posición mediante una compra hacia el futuro de \$10 millones. Claramente, usted tendrá una posición en moneda extranjera neta, de tal forma que, sin importar cómo la haya analizado, no tendrá ningún riesgo de mercado. ¿Desapareció el riesgo? Desafortunadamente, no. El riesgo continúa estando presente si usted hizo la compensación en moneda extranjera hacia el futuro con diferentes contrapartes, en ausencia de un acuerdo legal que le permita combinar sus contratos, lo que en este caso los contrarrestaría, y existirá aun si ambos contratos se suscribieron con la misma contraparte. Es fácil ver que si los contratos hubiesen sido suscritos con dos partes diferentes, y una de ellas le dijese al mes que, por cualquier razón, ya no cumplirá con su contrato, usted estará abocado a tener que liquidar el otro contrato en el mercado de corto plazo. No es probable que no vayan a querer respetar un contrato que les es valioso, de tal forma que cuando incumplan, usted automáticamente

perderá el valor que hubiese podido utilizar para compensar la pérdida en el otro contrato. Si los contratos fueron suscritos con la misma contraparte y usted puede combinarlos, entonces ambas posiciones serían netas, ya que los contratos de compensación se reconstituirían legalmente como contratos totalmente nuevos, lo cual en este caso sería cero, ya que ambas partes se cancelan una a la otra. En caso de que usted no pudiese hacer esto y de que su cliente se declarase en quiebra, podría no haber nada que lo detuviese para declarar que su contrato con usted es inválido y que sólo reconocerá su posición ganadora, en la que usted le debe dinero.

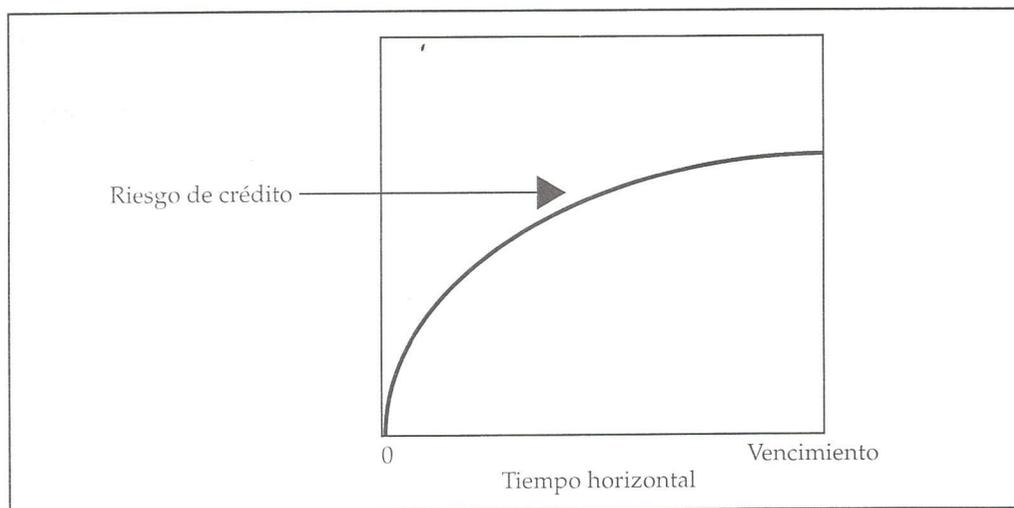
Aun cuando conozcamos los riesgos crediticios (de liquidación y antes de liquidación) de cada instrumento y contrato específico del portafolio, no podemos, como sí lo podríamos hacer si estuviésemos estimando el riesgo del mercado, simplemente sumar estas cifras para llegar a nuestro riesgo crediticio total, cliente por cliente o para todo el portafolio. Esto se debe a que los riesgos crediticios comerciales no pueden sumarse linealmente. Se podrían liquidar o combinar contratos (reestructurando los contratos de compra y venta de compensación por menores valores netos), pero muy seguramente el riesgo del mercado sobre contratos de diferentes productos mostraría una correlación estadística que distaría de ser perfecta, lo que produciría altibajos en la forma en la cual se suman, posiblemente con resultados sorprendentes.

Apartándonos un poco del tema, es interesante anotar –ya que este punto continúa presentándose– que el establecimiento de una base legal bajo la cual es posible liquidar contratos y combinar obligaciones de compensación es probablemente, después de los confiables y sólidos sistemas de liquidación DVP, la forma más importante de reducir el riesgo crediticio de la contraparte. Cuando esto no es posible, el efecto real y efectivo sobre la exposición es tanto mayor.

Finalmente, la extensión del riesgo comercial, comparada con la de los préstamos, depende del horizonte de tiempo dentro del cual los efectos de difusión y amortización (por ejemplo, cambios de amortización, etc.) traen consigo una exposición potencial que varía de manera dramática con el tiempo. La exposición potencial a un mes podría ser totalmente diferente de aquélla para un período de tres meses.

Según se ilustra en el gráfico 1, el valor del mercado de una posición en moneda extranjera a un mes comienza en cero. Con el tiempo, el contrato podría volverse positivo. El potencial de esto se refleja en este gráfico, en la cual se muestra que la exposición esperada aumenta con el tiempo (hasta su madurez, cuando cae a cero).

Gráfico 1
Ministerio de Hacienda y Crédito - Riesgo cliente por cliente
(Importancia de redes e innovaciones - Ejemplo en moneda extranjera)



Fuente: Bank of America.

Existen dos medidas estadísticas utilizadas frecuentemente para obtener una indicación de la exposición crediticia potencial:

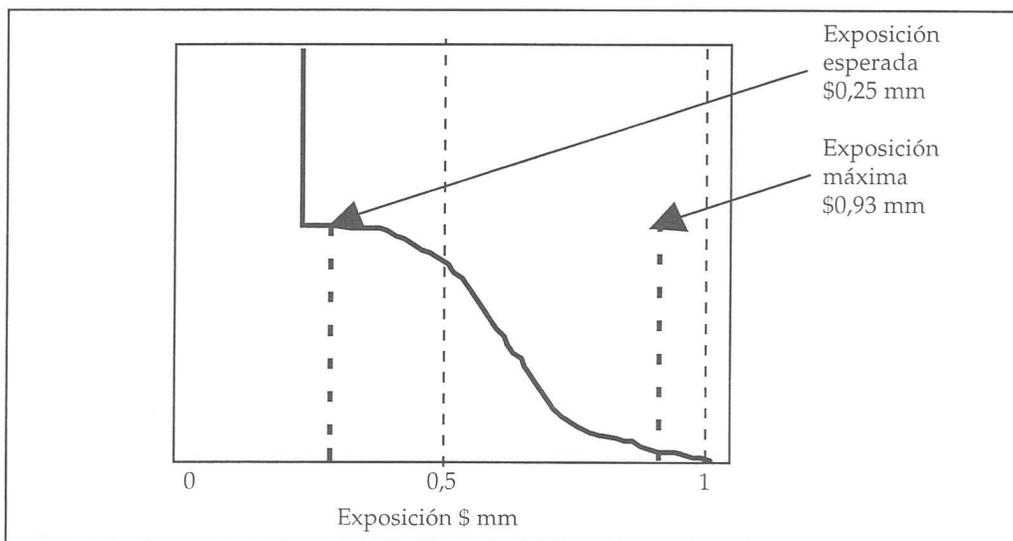
- *Exposición crediticia esperada*. Es el valor esperado (medio) de la distribución probabilística para el costo de reposición en un momento determinado en el futuro.
- *Exposición crediticia máxima*. Es el límite superior de un intervalo de confianza de la distribución probabilística para el costo de reposición en un momento determinado en el futuro.

Considerando de nuevo el hipotético ejemplo hacia adelante a un mes, en el gráfico 2 se muestra una distribución combinada con el primer "blo-

que", que representa la probabilidad de un costo de reposición de cero (debido a que la tasa a corto plazo se vuelve más favorable que la tasa amarrada por la moneda extranjera hacia adelante), y el segundo componente es una distribución continua de valores, que comienza en cero (en este ejemplo va más allá de un millón). Esto representa la posibilidad de que la tasa de cambio fluctúe a favor de la institución, dando al contrato un costo de reposición positivo igual a su valor de mercado.

La exposición esperada es, entonces, el promedio de estos resultados combinados, o el punto medio del área bajo la distribución de probabilidades combinada. La máxima exposición se presenta en el punto de la distribución por encima del 97,5% de los resultados posibles. Claramente, este no es el máximo absoluto, pero es un punto que cubre de manera dramática todos los resultados futuros (sólo el 2,5% de todos los resultados posibles excederán esto).

Gráfico 2
Ministerio de Hacienda y Crédito - Riesgo cliente por cliente



Fuente: Bank of America.

Su decisión de controlar el riesgo crediticio de acuerdo con el estándar de exposición al riesgo, máxima o esperada, será una función del grado conservador de su institución.

A estas alturas, hemos definido ya un marco relativamente sencillo para manejar un acuerdo contractual simple a un mes. A medida que añadimos complejidad a los acuerdos comerciales con otras contrapartes, debemos refinar nuestro procedimiento para identificar el riesgo y proyectarlo.

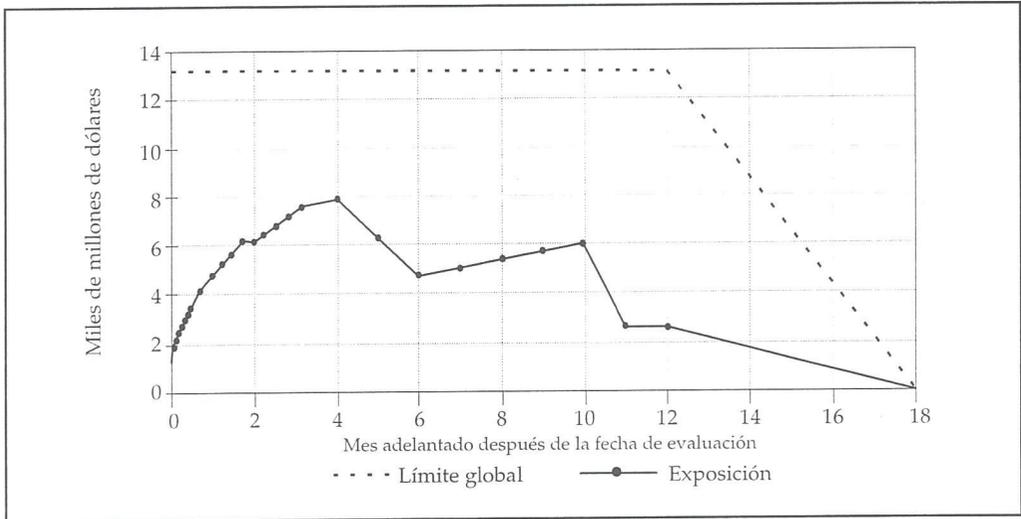
Si consideramos aumentar la actividad del ejemplo anterior más allá del contrato sencillo en moneda extranjera hacia adelante, será probable entonces que hagamos compras y ventas compensatorias hacia el futuro, al igual que negocios en divisas. Con los contratos compensatorios es importante saber que podemos hacer las liquidaciones en efectivo y compensar las posiciones de compras y ventas básicas hacia el futuro. Si la estructura jurídica dentro de la cual operamos permite liquidación de pagos (*payment netting*), o aún mejor, la combinación de contratos básicos, podremos minimizar nuestro riesgo crediticio frente a la otra contraparte a medida que ampliamos las actividades. De igual forma, las transacciones de divisas podrían introducir contratos dentro de nuestra posición, con una contraparte que se correlaciona de manera menos perfecta con otros contratos y que no aumenta la exposición de manera proporcional.

Un aumento adicional en la complejidad nos forzaría a considerar los efectos de la amortización de sumas nominales de capital en intercambios en moneda extranjera y el impacto de contratos múltiples a más largo plazo se sumaría a nuestra relación comercial. Vale decir en este momento que los efectos de amortización de rendimientos sobre el capital nominal, o la terminación de los contratos a corto plazo, producirán picos en la distribución indicada anteriormente. La inclusión de contratos a más largo plazo sobre los de corto plazo en ocasiones empujará la exposición agregada a corto plazo en forma desproporcionada, lo cual podría causar algunos problemas para el manejo de nuestros contratos a corto plazo.

Es necesario mencionar que el horizonte de tiempo que escojamos para estimar nuestra exposición influye excesivamente sobre la evaluación de exposiciones potenciales, de igual forma que lo hará nuestra suposición sobre tasas de interés hacia el futuro, la volatilidad de las variables de los contratos, etc. El Bank of America ha avanzado en esta línea de pensamiento, y está en condiciones de capturar y proyectar, por ejemplo, la

exposición crediticia de la derivada neta y las posiciones en moneda extranjera con contrapartes individuales en una base global. En el gráfico 3 se presenta una combinación de contratos en moneda extranjera interrelacionados con una de las contrapartes en moneda extranjera latinoamericanas del Bank of America.

Gráfico 3
Ministerio de Hacienda y Crédito - Riesgo cliente por cliente



Fuente: Bank of America.

El perfil de arriba es una muestra de nuestra exposición vs. nuestros límites de crédito, con el cual se ha cumplido en casi 50 transacciones a corto y largo plazos. A medida que se añaden más transacciones (y aun antes de ello) al portafolio de este cliente, se pueden ver los muchos picos que se presentan en los riesgos potenciales que se corren con él, lo cual servirá de muchas formas:

- Para solicitar ofertas para nuevas transacciones.
- Para nuevas negociaciones, ya que si vemos que una nueva negociación nos llevará más allá de nuestras aspiraciones crediticias para un cierto período de tiempo, podríamos exigir que este riesgo adicional fuese cubierto mediante una garantía o mecanismo similar.

- Para poder reaccionar rápidamente a variaciones del mercado, y saber con exactitud sobre cuáles contrapartes enfocar nuestra atención.

Hasta ahora no he mencionado nada acerca del análisis financiero, aunque puedo asegurar que mi propio grupo de crédito trabaja intensamente sobre un volumen aparentemente interminable de balances y estados de pérdidas y ganancias. La razón de esta aparente falta de énfasis en el análisis de las cifras es intencional, ya que ilustra el hecho de que gran parte del trabajo en crédito comercial es más que nada un proceso permanente de tratar de descubrir y probar los riesgos, de encontrar nuevos riesgos a medida que las prácticas comerciales evolucionan, y de reestructurar los sistemas de medición de los riesgos conocidos a medida que los mercados y las posiciones comerciales avanzan.

Una vez que hayamos medido los riesgos, podremos avanzar en la evaluación de la solidez financiera de nuestras contrapartes (como tales y dentro del contexto de sus industrias y sus gremios). Nuestro principio básico para ello es un “análisis que sea proporcionado al riesgo”. Esto significa que si tenemos un perfil real o mental de la clase de riesgo potencial que nuestra actividad representará (similar al ilustrado antes), podremos analizar en detalle los aspectos financieros de nuestra contraparte para asegurarnos de que tenga la solidez financiera que nos garantice que estaremos cubiertos por encima del máximo del perfil de exposición para dicho acuerdo comercial.

Aunque la solidez financiera es importante, debemos preocuparnos también por elementos menos cuantitativos, tales como:

- *Conocer a nuestros clientes.* ¿Quiénes son? ¿Cuáles son sus antecedentes? ¿En dónde se realizará la actividad? ¿Cuál es la relación de la entidad con la casa matriz?
- *Elegibilidad y propósito.* ¿Están en condiciones de involucrarse en esta actividad? ¿Por qué desean hacerlo?
- *Documentación.* ¿Cómo se define el producto localmente? ¿Con qué tipo de documentación se hará la comercialización? ¿Tendrán mérito ejecutivo los contratos?

Influencia de las actividades comerciales sobre el riesgo crediticio de un portafolio bancario

En ausencia de un proceso disciplinado para la identificación y evaluación de riesgos contraparte por contraparte, es fácil ver por qué una gran cantidad de gente (incluyendo a las autoridades regulatorias) frecuentemente se desalienta ante la tarea de obtener medidas aproximadas para la cantidad de capital basado en riesgo que un banco, que también desarrolla una intensa actividad en el mercado de capitales, debería tener.

Es frecuente escuchar comentarios como “las derivadas complejas aumentan la dificultad de medir adecuadamente el riesgo de ciertos instrumentos, y por lo tanto de asignar el capital adecuado para estos riesgos”, o el de alguien responsable de las políticas de regulación, quien dijo recientemente: “Me temo que estamos llegando al punto en el cual, para nuestras instituciones más grandes y complicadas, una relación reglamentaria y formal de capital basado en riesgo, sin mencionar su simple relación pasivos-activos, no es ya la indicación útil de solidez financiera que nos gustaría que fuera”.

Para enfrentar esta situación, la Reserva Federal de los Estados Unidos y el contralor de moneda anunciaron separadamente, a finales de 1995, esfuerzos importantes para examinar las capacidades de administración de riesgos de cada una de las instituciones bajo su jurisdicción.

Lo que está haciendo la Reserva Federal en este campo es interesante, y ahora aplica una calificación específica a las prácticas de administración de riesgos de la institución dentro de sus evaluaciones estándar de riesgos. Tal evaluación va más allá de la simple consideración de cuál es el modelo de riesgo de mercado específico que tiene montada la institución, adentrándose más en las prácticas específicas que el banco utiliza para controlar su riesgo crediticio comercial.

Conclusiones

Pese a que lo ideal sería solucionar el problema de mantener contentos a los responsables de las políticas de regulación acerca de este asunto, quizás sea más recomendable sacar algunas conclusiones al respecto:

- La exposición nominal puede ser masiva, de tal manera que es esencial asegurarnos de que nuestros reguladores entiendan la exposición real.
- A pesar de que estén en condiciones de liquidar las transacciones con la misma contraparte, no pueden hacer esto con otras, de tal forma que su exposición total al riesgo crediticio comercial será la suma de la exposición real de todas las contrapartes. El hecho de que las posiciones entre las contrapartes se compensan significa que si una parte incumple, usted podría verse abocado a una pérdida con otra parte.

Mucho de lo que se ha expuesto se relaciona con la perspectiva de un banco internacional que desarrolla una operación comercial global grande y compleja, y que por tanto ha tomado medidas importantes para controlar su riesgo crediticio en esta área. Independientemente de la intensidad de sus esfuerzos en esta área, los resultados irán en función del tamaño de sus actividades comerciales en el mercado de capitales. Pero todos nos beneficiamos al tomar algunas de estas medidas, ya que a medida que entendemos mejor el riesgo del crédito, hacemos disminuir a la vez la incertidumbre y aumentamos el nivel de confianza que podemos tener en los arreglos que hacemos unos con otros. Esto aumentará la liquidez de nuestros mercados e incrementará la disponibilidad de crédito.

DISCREPANCIAS ENTRE LAS ADMINISTRACIONES
FINANCIERA Y CONTABLE DE UN PORTAFOLIO

Luis Gabriel Jaramillo
Gerente financiero de Finac

Introducción

Los accionistas de una empresa tienen dos opciones para medir la eficacia de la gestión de su gerente: 1) El incremento de las utilidades contables, y 2) El aumento del valor patrimonial de la firma.

La mayoría de los ejecutivos se identifican con la primera opción y, es más, como resultado de su cultura inveterada, la magnifican. Por eso, legitiman la administración contable como fundamento de la gestión y relegan un poco la visión financiera; esto mismo sucede en las tesorerías en donde se refleja esta práctica y se ha adelantado en este enfoque, mientras que el matiz de administración financiera en el manejo de portafolios aún no está suficientemente desarrollado.

De cara al riesgo financiero y a su administración, la información contable –en cuanto *ex post*– le señala a la empresa qué riesgo soportó y, cuando más, cuánto le costó. La información financiera y su análisis, en cambio, le permite a la firma prever el riesgo y tomar decisiones de cobertura.

Por esta razón no es aventurado afirmar que en muchas oportunidades, aunque se muestren utilidades contables, en realidad se está deteriorando el patrimonio de la compañía, y cuando los interesados se dan cuenta de esto, resulta bastante complicado solucionar los problemas ya que las soluciones diferidas son mucho más costosas. Esta afirmación también es

válida para la administración de portafolios, la cual –la mayoría de las veces amparada en la norma– se basa en metodologías cuyo enfoque está particularmente dirigido a la administración contable, con muy poco énfasis en el desarrollo de una administración financiera.

En este sentido, es conveniente contrastar las discrepancias entre los resultados del manejo de un mismo portafolio cuando el enfoque de su administración es contable y cuando es financiero; para esto, lo más aconsejable quizás es plantear un ejemplo práctico en el que se observe este portafolio desde diferentes ángulos. Veamos:

Diferentes formas de valoración

Para este ejemplo se ha conformado un portafolio con papeles de renta fija y se ha valorado con base en las siguientes cinco metodologías:

- Método lineal
- Método exponencial
- Método Resolución 200/95 de la Superbancaria
- Método Resolución 1200/95 de la Supervalores
- Precios de mercado

Método lineal

		Vr. corte	Vr. actual	Rendimiento (%)
1	BONDTF	92.800.000	95.187.777	36,22
2	BONTCC	93.662.500	95.704.583	30,01
3	BONFIJ	100.000.000	102.674.847	37,87
4	CDTDTF	87.399.126	89.429.267	32,23
5	CDTFIJ	100.000.000	102.175.000	29,93
6	CDTFIJ	100.000.000	102.255.555	31,18
7	TESIPC	101.335.435	103.775.953	32,34
8	ACEFIJ	100.000.000	101.882.649	25,47
9	TESFIJ	104.827.430	107.791.667	38,86
10	TPNFIJ	100.000.000	101.882.649	25,47

(Continúa)

(Continuación)

		Vr. corte	Vr. actual	Rendimiento (%)
11	BONDTF	93.000.500	95.255.894	33,85
12	CDTDTF	92.900.000	95.187.778	34,45
13	BONDTF	86.800.000	88.926.667	34,25
14	BONDTF	93.412.500	95.535.139	31,44
15	CDTDTF	93.612.500	95.670.694	30,29
16	ACEFIJ	100.000.000	101.882.649	30,29
17	TESFIJ	1104.112.271	108.429.167	61,34
18	TPNFIJ	100.000.000	101.882.649	25,47
Total		1.743.862.262	1.785.530.585	33,28

Método TIR

		Vr. corte	Vr. actual	Rendimiento (%)
1	BONDTF	92.800.000	94.855.623	30,55
2	BONTCC	93.662.500	95.597.386	28,25
3	BONFIJ	100.000.000	102.115.005	29,00
4	CDTDTF	87.399.126	89.285.372	29,67
5	CDTFIJ	100.000.000	102.140.664	29,39
6	CDTFIJ	100.000.000	101.945.366	26,42
7	TESIPC	101.335.435	103.473.595	27,87
8	ACEFIJ	100.000.000	101.910.823	25,90
9	TESFIJ	104.827.430	107.285.002	31,37
10	TPNFIJ	100.000.000	101.910.823	25,90
11	BONDTF	93.000.500	94.855.623	28,85
12	CDTDTF	92.900.000	94.855.623	28,85
13	BONDTF	86.800.000	88.742.786	30,91
14	BONDTF	93.412.500	95.433.826	29,75
15	CDTDTF	93.612.500	95.588.256	28,93
16	ACEFIJ	100.000.000	101.910.823	25,90
17	TESFIJ	104.112.271	107.887.549	52,10
18	TPNFIJ	100.000.000	101.910.823	25,90
Total		1.743.862.262	1.781.845.452	29,97

Método Resolución 200

		Vr. corte	Vr. actual	Rendimiento (%)
1	BONDTF	92.800.000	94.172.818	19,56
2	BONTCC	93.662.500	95.597.386	28,25
3	BONFIJ	100.000.000	102.115.005	29,00
4	CDTDTF	87.399.126	89.298.577	29,90
5	CDTFIJ	100.000.000	102.222.714	30,67
6	CDTFIJ	100.000.000	100.991.662	12,76
7	TESIPC	101.335.435	103.441.375	27,40
8	ACEFIJ	100.000.000	101.827.235	24,65
9	TESFIJ	104.827.430	107.515.788	34,74
10	TPNFIJ	100.000.000	102.023.911	27,61
11	BONDTF	93.000.500	94.799.831	26,26
12	CDTDTF	92.900.000	94.172.818	18,01
13	BONDTF	86.800.000	88.769.400	31,39
14	BONDTF	93.412.500	95.443.823	29,92
15	CDTDTF	93.612.500	95.427.177	26,31
16	ACEFIJ	100.000.000	101.827.235	24,65
17	TESFIJ	104.112.271	107.716.661	49,29
18	TPNFIJ	100.000.000	102.023.910	27,61
Total		1.743.862.262	1.779.387.326	27,81

Valoración Supervalores

		Vr. corte	Vr. actual	Rendimiento (%)
1	BONDTF	92.800.000	94.874.547	30,86
2	BONTCC	93.662.500	95.948.709	34,10
3	BONFIJ	100.000.000	107.433.014	139,24
4	CDTDTF	87.399.126	89.436.083	32,35
5	CDTFIJ	100.000.000	102.626.294	37,08
6	CDTFIJ	100.000.000	105.294.430	87,33
7	TESIPC	101.335.435	99.839.582	-16,06
8	ACEFIJ	100.000.000	102.243.239	30,98
9	TFSFIJ	104.827.430	108.020.698	42,38
10	TPNFIJ	100.000.000	102.243.239	30,98

(Continúa)

(Continuación)

		Vr. corte	Vr. actual	Rendimiento (%)
11	BONDTF	93.000.500	95.117.628	31,50
12	CDTDTF	92.900.000	94.970.494	30,76
13	BONDTF	86.800.000	88.902.363	33,80
14	BONDTF	93.412.500	95.563.618	31,92
15	CDTDTF	93.612.500	96.003.057	35,91
16	ACEFIJ	100.000.000	102.243.239	30,98
17	TESFIJ	104.112.271	109.769.851	86,46
18	TPNFIJ	100.000.000	102.243.239	30,98
Total		1.743.862.262	1.792.773.323	40,01

Valoración a precios reales de mercado

		Vr. corte	Vr. actual	Rendimiento (%)
1	BONDTF	92.800.000	97.268.539	77,21
2	BONTCC	93.662.500	96.311.034	40,39
3	BONFIJ	100.000.000	103.650.433	54,69
4	CDTDTF	87.399.126	90.199.811	46,78
5	CDTFIJ	100.000.000	102.775.210	39,52
6	CDTFIJ	100.000.000	102.442.484	34,12
7	TESIPC	101.335.435	103.441.375	27,40
8	ACEFIJ	100.000.000	102.044.042	27,91
9	TESFIJ	104.827.430	107.791.666	38,86
10	TPNFIJ	100.000.000	102.030.618	27,71
11	BONDTF	93.000.500	96.825.095	63,29
12	CDTDTF	92.900.000	96.825.095	63,29
13	BONDTF	86.800.000	91.124.771	80,68
14	BONDTF	93.412.500	95.495.875	30,78
15	CDTDTF	93.612.500	96.459.488	43,98
16	ACEFIJ	100.000.000	102.044.042	27,91
17	TESFIJ	104.112.271	107.524.009	46,18
18	TPNFIJ	100.000.000	101.882.649	25,47
Total		1.743.862.262	1.795.894.857	43,01

Del resultado final se pueden coleccionar los siguientes puntos:

- Proceso de valoración con resultados diferentes para cada caso.
- Rentabilidad diferente según cada método.
- Valor actual diferente para cada proceso.
- Rentabilidades por papel diferentes para cada caso.
- Cada proceso tiene características propias, con tales diferencias en su aplicación, que lo pueden convertir en simple o complejo.

¿Cuál es el cierto?

En el ejemplo anterior, más por metodología didáctica que por otra cosa, se asume que no hay rotación intermedia del portafolio y que las inversiones se adquirieron hasta su madurez. Este factor involucra un aspecto importante: bajo cualquier metodología los flujos de fondos por recibir son iguales. Es decir, el trabajo se circunscribe a encontrar la forma más adecuada de valoración a una fecha intermedia. Por lo tanto, continúa la pregunta: ¿cuál es el cierto?

La respuesta que hay que contrastar es que contablemente todos son válidos y ciertos; pero financieramente sólo uno.

Veamos cómo se llegó a estos resultados y cómo se debieran interpretar los mismos:

Sistema lineal

Utilizado comúnmente en el sistema financiero del país hasta hace menos de diez años; éste presenta los siguientes problemas:

- *Rentabilidad descendente, causación diaria igual*

Ejemplo: $\$95.187.777 - 92.800.000 = \$2.387.777$

Este valor se divide en 30 días = 79.592,57

Rentabilidad día 1: $79.592,57 / 95.187.777 * 365 = 30,5199\%$

Rentabilidad día 2: $79.592,57 / (95.187.777 + 79.592.57)$
* 365 = 30,4944%

Rentabilidad día 30: $79.592,57 / (95.187.777 + (79.592.57*29))$
* 365 = 29,7974%

Y así sucesivamente...

- *Discrepancia frente a los precios de mercado.* Es de todos entendido que los precios contables no son necesariamente los precios comerciales de los instrumentos. Es decir, la contabilidad no reflejaría la realidad financiera de los portafolios.

Sistema exponencial

Implantado no hace muchos años por la autoridad regulatoria, este sistema mantiene la rentabilidad efectiva de cada título durante la vida del mismo. Este sistema se caracteriza por:

- *Rentabilidad estable, causación ascendente.* La rentabilidad efectiva cada día es la misma, pero su valor contable es cada día mayor debido a que se obtienen intereses sobre los causados previamente.
- *El valor futuro es el resultado por lograr en esta causación.* En efecto, el resultado se obtiene con base en matemáticas financieras según:

Valor presente VP	= Valor de compra.
N Plazo	= Plazo transcurrido desde la fecha de compra hasta la fecha de causación.
"i" Rentabilidad efectiva	= Interés negociado en la compra.
Valor futuro	= Resultado o valor de la causación.

- *Discrepancia frente a los precios de mercado.* Los precios contables no son necesariamente los precios comerciales de los instrumentos, debido a que las tasas de interés sufren cambios a lo largo de la vida de los títulos. Es decir, la contabilidad no reflejaría la realidad financiera de los portafolios.

Resolución 200

Este sistema es una introducción a una verdadera valoración a precios de mercado. Sus características principales son las siguientes:

- Rentabilidad dependiente de los cambios en los índices de mercado. Se registra un valor que depende de los cambios originados en los diferentes índices (DTF, TBS, etc.), pero los índices no reflejan en forma cierta ni en forma oportuna estos cambios. Por lo tanto, el resultado no es equiparable con los precios ciertos de mercado.
- A diferencia del sistema de causación, el valor presente es el resultado para definir el precio contable. En efecto, el resultado se obtiene con base en matemáticas financieras según:

Valor futuro VF	= Valor del flujo futuro por recibir.
N Plazo	= Plazo por transcurrir desde la fecha de causación o valoración hasta la fecha de obtención del flujo futuro.
"i" Rentabilidad efectiva	= Índice resultante de la suma de la tasa básica y el margen de compra o emisión.
Valor presente	= Resultado o valor de la valoración.

- Dada la introducción de los márgenes, facilita una mayor manipulación de los resultados.

Resolución 1200/95 Supervalores

Como quiera que para la mayoría de la gente esta metodología no es muy asequible, sólo insisto en un par de comentarios sobre ella:

- Representa un método contable más como la Resolución 200/95 de la Superbancaria y los demás métodos expuestos.
- Tiene una gran ventaja sobre los anteriores en el sentido de que por este método la valoración se acerca mucho más a los precios reales de mercado, en la medida en que toma como índices los de

la bolsa que, por obvias razones, son más representativos del mercado.

Precios de mercado

Precio de mercado es aquel al cual se garantiza, como mínimo, la liquidez del instrumento; o dicho de otra forma, el precio al que el mercado está dispuesto a comprar los títulos. Se caracteriza por los siguientes aspectos:

- Para valorar un portafolio a precios de mercado, se debe definir correctamente un proceso y un valor cierto y oportuno que refleje el verdadero precio de mercado. Por lo tanto, se requiere transparencia, mayor autorregulación y conocimiento de los riesgos financieros involucrados en cada operación.
- Al igual que con el método de la Resolución 200/95 S.B., el valor presente es el resultado para definir el precio contable, pero la forma de obtener la rentabilidad esperada no proviene de un índice o tasa básica y un margen, sino de los precios ciertos de negociación. El resultado se obtiene con base en matemáticas financieras según:

Valor futuro VF	=	Valor del flujo futuro por recibir.
N Plazo	=	Plazo por transcurrir desde la fecha de causación o valoración hasta la fecha de obtención del flujo futuro.
"i" Rentabilidad efectiva	=	Tasa de mercado. Proveniente de los sistemas públicos de información.
Valor presente	=	Resultado o valor final de la valoración.

- El valor contable es igual al valor financiero de la operación con beneficios palpables en la información.
- Hay dificultad para conseguir en Colombia los precios ciertos de mercado, por eso lograrlo es una tarea compleja y, sobre todo, complicada de cumplir oportunamente. Sin embargo, con excepción de la normatividad representada en las resoluciones 1201, 1202 y 1203 de 1996, expedidas por la Superintendencia de Valores, es muy poco lo

que se ha hecho por alcanzar este objetivo; en este aspecto, a la Resolución 200/95 S.B. se le han hecho algunos ajustes, pero ninguno orientado a lograr los precios ciertos de mercado.

Conclusión

De los cuatro métodos utilizados, los tres primeros, al no reflejar adecuadamente los precios de mercado, no dejan de ser tres sistemas contables distintos con diferentes desventajas sobre la realidad financiera. El único que garantiza una verdadera realidad es el de precios de mercado.

En este sentido vale la pena dejar un mensaje para las entidades de vigilancia y control, de cara a lograr que sus proyectos de sacar adelante una cultura de riesgo en el sector sean exitosos: la Superintendencia debe permitir a sus vigilados que opten por el método que a bien tengan, mientras esté sustentado en modelos que ofrezcan resultados oportunos, ciertos y confiables, en la seguridad de que la aprobación definitiva se la dará el mercado que, en últimas, es el juez más implacable para calificar la eficiencia en la gestión financiera. Esta disposición encarnaría más fielmente el espíritu del control posterior en que parece empeñada la actual administración y erradicaría definitivamente las prácticas del control previo, ya en desuso.

Valoración de una compañía por un banquero de inversión

Cuando se valora una compañía por parte de un banquero de inversión, su trabajo consiste en proyectar unos flujos futuros que la empresa está en capacidad de generar (VF), durante un período de tiempo futuro (N) y luego, a las tasas de mercado para el riesgo asumido (i), descontarlo para obtener un precio o valor cierto (VP). Sin perjuicio de las dificultades propias de cada caso, una metodología como la anterior es generalmente aceptada por el mercado para valorar una empresa; ¿por qué para valorar un portafolio no se puede utilizar una metodología similar?

La Resolución 200/95 S.B. debe entenderse como un proceso en transición que busca lograr una metodología similar, pero por falta de índices ciertos en el sistema, no deja de ser otro método más de contabilizar, sin reflejar los verdaderos precios de mercado que genera diferencias como las ya vistas.

La valoración de una compañía lo que busca, en esencia, es estimar a precios de mercado su patrimonio. La razón por la que se descuentan flujos potenciales de caja a tasas de mercado tiene como principal objetivo determinar el precio de mercado de la compañía analizada.

Revisando semejanzas con una valoración, se observa que:

- a) Valor intrínseco = Valoración lineal
La contabilidad normalmente tiene causación bajo el sistema lineal.
- b) Valor intrínseco con valorizaciones = Resolución 200/95 S.B.
Se determinan las valorizaciones por medio de un sistema de reconocido valor técnico
- c) Flujos descontados = Precios de mercado
Sistema de valoración a precios de mercado para ambos casos.

Conclusión

Cuando un inversionista hace una oferta por una compañía, su precio proviene de un sistema de valoración a precios de mercado. Entonces, ¿por qué cuando se valora un portafolio se hace a valor intrínseco con valorizaciones o sin ellas? Por la sencilla razón de que la valoración a precios de mercado facilita el adecuado manejo financiero del portafolio.

Políticas básicas para el manejo de portafolios

Así las cosas, el correcto manejo de un portafolio requiere que se definan políticas sobre las siguientes tres bases: seguridad, liquidez y rentabilidad.

Un portafolio que sólo se maneje bajo el concepto de rentabilidad puede generar el padecimiento de múltiples dificultades de riesgo. En efecto, en Colombia comúnmente los portafolios se administran sólo bajo el criterio de rentabilidad, pues para definir seguridad se invoca un buen manejo operativo y unos cupos de crédito, y para definir liquidez, un acertado manejo de los flujos de caja. Pero esto no es ni seguridad ni liquidez y, peor aún, lo que se mide y se conoce por rentabilidad tampoco lo es.

Es importante entender aquí que entre estas tres bases no existe ninguna más importante que la otra: las tres son fundamentales, y de su adecuado manejo y certera medición, dependen la estructura y solidez de un portafolio.

Pero, ¿qué se entiende por adecuado manejo y certera medición?

El adecuado manejo significa que cuando se administra un portafolio, el nivel de riesgo acordado es la causa, la rentabilidad es una pretensión consecuente, la liquidez es el medio de seguimiento y la estructuración y/o rotación del portafolio es su efecto. Es decir, primero identificamos qué riesgo estamos dispuestos a asumir, después –de acuerdo con él– determinamos la rentabilidad deseada y finalmente componemos el portafolio que se adapte a dicho riesgo y ofrezca como posible la rentabilidad prevista.

Por otra parte, se logra certera medición cuando se tienen políticas que permitan llevar a cabo un programa permanente de valoración del portafolio a verdaderos precios de mercado; es decir, cuando a través de la liquidez se identifica el estado real del valor del portafolio.

Pero, en suma, ¿qué traducen seguridad, rentabilidad y liquidez en este contexto? Veamos:

Seguridad

Se entiende por este concepto la tolerancia al riesgo del portafolio. Para esto es necesario conocer y medir los riesgos administrativos (operativos, jurídicos y de contraparte), financieros (solventía, tasa de interés, maduración, bursatilidad y volatilidad relativa) y estructurales (apalancamiento,

GAP de tasa de interés, GAP de liquidez y GAP de cambio). Cada portafolio debe tener un nivel de tolerancia al riesgo con capacidad de medida cierta, a través de los diferentes índices del mercado –variables exógenas– y fundamentado en las políticas propias de la entidad administradora y en las particulares de cada caso, según el portafolio. Este aspecto se convierte, entonces, en el origen o razón de ser de cada portafolio; así, se busca el nivel de seguridad deseado y con base en éste se maximiza la rentabilidad.

En el mercado colombiano este factor ha sido menospreciado en varias oportunidades. El mercado siempre ha intuido el riesgo y, aunque lo ha percibido, no lo ha sabido administrar. Por eso, se habla mucho de rotación de portafolio para generar utilidades contables y se descuidan los niveles de tolerancia al riesgo deseados. Un swap de los aquí conocidos confirma esta afirmación: adelantamos utilidades futuras en detrimento de la situación de riesgo a que queda sometido el portafolio. Nuestro principal objetivo, por no decir el único, es nuestra rentabilidad contable; las demás cargas se arreglan en el camino. Y por esto no sólo se deben considerar la solvencia y la rentabilidad, porque administrar el riesgo de los portafolios es mucho más que eso.

La seguridad se debe convertir en la piedra angular sobre la que se estructura el portafolio. Un ejemplo claro de que esto se pierde de vista se presenta en los fondos de pensiones, donde la rentabilidad se convirtió en un factor competitivo importante. No necesariamente el que mejor rentabilidad dé hacia el pasado es el mejor: una mayor rentabilidad puede significar una estructura de riesgo superior a la de un portafolio con rentabilidad menor. En conclusión, la estructura de un portafolio debe ser el efecto de una política de riesgo determinada y no como sucede en nuestro mercado, en el que la estructura es la causa que genera un efecto de riesgo desconocido. O sea, primero se determina qué nivel de riesgo se pretende asumir y luego, de acuerdo con él, se estructura el portafolio.

Liquidez

Se entiende por liquidez la capacidad de convertir en disponible un activo sin perder plata. En otras palabras, un activo es líquido en la medida en que se pueda vender por un valor igual o superior al que se tiene regis-

trado. De este concepto se desprende la importancia de una adecuada valoración contable: un sistema lineal o uno exponencial de causación no garantiza la liquidez del portafolio. Su precio puede ser superior al del mercado si las tasas suben. El resultado contable no garantiza la eficiencia financiera del portafolio.

En igual forma, un activo valorado por Resolución 200/95 S.B. adolece del mismo problema. En muchas ocasiones se ha tratado de vender un portafolio valorado por este mecanismo y se ha encontrado que no todos los instrumentos financieros se logran vender. El resultado contable no garantiza la eficacia financiera del manejo profesional de un portafolio.

Cuando el resultado contable es idéntico al resultado financiero, es posible administrar profesionalmente un portafolio. Y esto sólo se logra cuando se garantiza una perfecta valoración a precios de mercado.

Rentabilidad

Rentabilidad es el mayor valor que generan los activos propios de cada portafolio en una unidad de tiempo. Es, si se quiere, el incremento del valor patrimonial, entendido éste como el valor al cual se maximiza la capacidad de generación de flujos futuros.

La gran pregunta es cómo se debe medir la rentabilidad de un portafolio. Digamos primero que no se tiene que medir como el incremento de las utilidades contables; en cambio la rentabilidad, que se debe maximizar para cada nivel de riesgo aceptado, se mide como la diferencia entre el valor real de mercado del portafolio al final de un período y ese mismo valor observado al comienzo del mismo.

Un ejemplo ayuda a clarificar estos comentarios.

Seguridad

Con base en la siguiente calificación un portafolio decide considerar su objetivo de riesgo:

A = Mínimo riesgo D = Riesgo medio alto
B = Riesgo moderado E = Riesgo alto
C = Riesgo medio

Se decide como calificación deseada que el portafolio se mantenga en un riesgo "C" (riesgo medio). Para este fin se ha calificado cada una de las potenciales inversiones según la tabla anterior.

Rentabilidad

Para un riesgo "C" se espera una rentabilidad mínima del DTF + 0,5. Se entiende que para un riesgo menor la rentabilidad esperada también es menor. En otras palabras, lograr un menor riesgo significaría dejar de ganar rentabilidad. Por lo tanto, el buen administrador es aquel que logra maximizar la rentabilidad a un riesgo "C".

Liquidez

Suponiendo que el portafolio se compone de dos papeles calificados así:

A = 50% mínimo riesgo
E = 50% riesgo alto

En una fecha determinada se requieren unos recursos equivalentes al 10% del portafolio. El administrador tiene las siguientes alternativas:

- a) Endeudar el portafolio y pagar. Incrementa el apalancamiento y, por tanto, el riesgo. ¿Se cumple con el objetivo propuesto?
- b) Vender diez puntos de riesgo "A". El administrador aduce que lograría una utilidad contable, lo que puede ser interesante para sus metas. El objetivo de rentabilidad se cumple, pero la seguridad del portafolio se deteriora. No sólo una compra modifica el riesgo; una venta también, pues se desestructura el nivel objetivo de riesgo: en este caso el portafolio pasaría a ser "D" (riesgo medio alto). Por eso, una decisión contable deteriora una sana estructura financiera.

- c) Vender diez puntos de riesgo "E". Se podría presentar una pérdida contable, razón por la cual el administrador no toma esta opción.
- d) Vender cinco puntos riesgo "A" y cinco puntos riesgo "E". El administrador no toma esta sana decisión por cuanto perdería con el riesgo "E" y prefiere esperar a que las tasas bajen. Esta alternativa es la única que garantiza mantener un nivel adecuado de seguridad. La contabilidad no refleja la situación cierta del portafolio. Lograr el reflejo cierto de la situación sólo es posible si los resultados contables son iguales a los resultados financieros, y para esto es necesario que la contabilidad se lleve a precios ciertos de mercado.

Por otra parte, una decisión contable se traduciría en que la rotación del portafolio es la causa y el riesgo es el efecto. Una sana administración es lo contrario: la causa es el riesgo y el efecto la rotación o estructura resultante; la consecuencia de este manejo permite maximizar la rentabilidad al riesgo deseado.

Conclusión

El mercado financiero debe reorientar su mentalidad a conocer una nueva cultura de riesgo. Para este fin es necesario que se administren los portafolios financieramente y no en el aspecto contable. Una administración contable, como la que hasta la fecha el mercado colombiano realiza, no permite introducir una adecuada cultura de riesgo. Sólo si se manejan portafolios a verdaderos precios de mercado (la Resolución 200/95 S.B. no es valoración a precios de mercado sino un proceso contable más) se pueden introducir cultura de riesgo y manejo cierto, eficaz y eficiente de portafolios.

A manera de conclusión: gestión evaluativa vs. gestión proyectiva

El enfoque de la administración contable utiliza, básicamente, el análisis estático y, si se quiere, la estática comparativa cuando se enfrentan estados financieros de ejercicios contables diferentes. Esto conduce a una ges-

tión de tipo evaluativo, después de la cual se toman medidas correctivas encaminadas a lograr lo que no se ha alcanzado, o lo que se legitima como posible después de la evaluación. Muchas veces, preparándose para esa calificación, la administración no adelanta sobre los requerimientos contables de norma y, por el contrario, se beneficia de sus limitaciones, pues con ellas emboza las deficiencias, omisiones y fallas gerenciales.

Por tanto, aunque este enfoque en la medida en que subsiste mantiene vigencia, no resulta suficiente. Para el manejo profesional de las empresas y también de los portafolios es indispensable un enfoque financiero que sustente una gestión proyectiva y que, por consiguiente, sea capaz de identificar las políticas y los instrumentos que generen la mayor certeza de poder explotar la máxima capacidad de los activos para generar flujos futuros.

Así las cosas, las discrepancias entre las administraciones financiera y contable de un portafolio traducen una diferencia de enfoque explicada por un estado algo precario de la cultura con que se atienden las gestiones financieras; son una muestra de cuánto nos falta por evolucionar en el manejo de portafolios y la elaboración de políticas para la prestación de servicios de las entidades financieras. También constituyen una oportunidad especial para las entidades de vigilancia y control, empeñadas en planes de regulación prudencial dirigidos a crear un marco de operación seguro y competitivo, para que dejen la libre opción a las instituciones financieras de responder ante el mercado con métodos de valoración ciertos, oportunos y confiables que las posicionen en él, de acuerdo con su eficiencia y capacidad de responder a las necesidades del mismo.

Por eso, el desarrollo de programas de profesionalización de la actividad, como el que traduce este congreso, ha de ser visto como una muestra del empeño que existe en las instituciones del sector por hacer del mismo un sector moderno y eficiente, comprometido con el propósito de dar la mejor imagen del país ante el mundo.

METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN
DEL RIESGO: UNA APLICACIÓN A *FORWARDS*
CAMBIARIOS Y MERCADO DE DINERO

Ismael González
Director de Riesgo del Grupo Inverlat, México

Agradezco a la Asociación Bancaria por haberme invitado a participar en este foro. Mi presentación, dedicada a la metodología de valoración de los riesgos de mercado, consta de cinco puntos.

1. Los requerimientos básicos para establecer un sistema de administración de riesgos, cuyo primer componente es la disponibilidad de una base de datos integral sobre las tasas de interés, los precios y los tipos de cambio.
2. El segundo componente de la metodología es la evaluación adecuada de los instrumentos. En desarrollo de este punto se presentarán dos procedimientos de acomodación continua (*marking to market*) de varios instrumentos.
3. Para medir el riesgo es necesario utilizar una medida o un indicador de la sensibilidad o de la volatilidad de los precios. Esto se ilustrará con un ejemplo simple del método para calcular la volatilidad de los precios.
4. Una vez construida la base de datos y calculadas las volatilidades, se pasa a medir los riesgos. De modo que, a continuación, se revisan tres métodos de medición de los riesgos. Primero se expone el método histórico, que es el más simple. Luego se presenta el método Delta normal, que utiliza un conjunto de datos estadísticos para medir los

riesgos de mercado. Finalmente se expone el método Montecarlo estructurado. A lo largo de este trabajo se presentan y se comparan los resultados de las simulaciones históricas realizadas con cada uno de esos métodos.

5. La característica más importante de esos métodos es que permiten establecer un límite de riesgo. Este punto se ilustra con un ejemplo específico de la determinación del límite de riesgo en una entidad financiera.

Integridad de la base de datos

El primer paso consiste en determinar las series que se requieren para hacer la valoración. Por ejemplo, un *forward* sobre la divisa en dólares involucra el tipo de cambio *spot*, la tasa de interés en pesos colombianos y la tasa de interés en dólares de los Estados Unidos; por tanto, se necesita disponer de las series históricas correspondientes al tipo de cambio *spot* y a esas dos tasas de interés.

El segundo paso consiste en identificar las fuentes de datos, es decir, cuál es la entidad que proporciona esos datos. Como en Colombia está bastante desarrollado el sistema de información de Reuters, y también se dispone del sistema City Info, es posible recopilar una amplia serie histórica de datos del tipo de cambio *spot*. Sin embargo, no he visto las bases de datos históricas de la curva de rendimientos para los diferentes plazos, es decir, de las tasas de 30, 60, 90, 180 y 360 días.

En lo que se refiere a las tasas de interés de los Estados Unidos, recomendaría utilizar las Libor para hacer la valoración. Estas se pueden obtener fácilmente en el servicio de información de Reuters donde es posible, incluso, tener acceso a dichas tasas en tiempo real.

El segundo elemento que hay que considerar es la forma de almacenamiento y actualización de la información. ¿Se almacena y actualiza directamente a través de medios electrónicos o se encarga a una de las personas del grupo de administración de riesgos para que tome y actualice los datos al final del día? El almacenamiento en tiempo real evita los errores

humanos y reduce la posibilidad de que se introduzcan cifras equivocadas en la base de datos. Sin embargo, en algunos casos la transmisión electrónica puede suspenderse; si la señal se interrumpe cuando se está transmitiendo la información, ésta se pierde en su totalidad. Por consiguiente, lo más recomendable es captar la información tanto por medios electrónicos como por medios manuales.

El tercer elemento que debe tomarse en cuenta en la configuración de la base de datos tiene que ver con la selección de la información. Por ejemplo, desde diciembre hasta la fecha las tasas de interés mexicanas han disminuido de 29 a 23%, lo que ha ocasionado que los bancos mexicanos no deseen emitir papeles de muy largo plazo y que se hayan concentrado en la porción corta de la curva de rendimiento. Por esa razón, las emisiones de papeles bancarios y de papeles del gobierno han tenido muy poca liquidez en los plazos de 180 y de 360 días, lo cual se refleja en los datos como unos movimientos muy pequeños en las tasas de interés. Si no se tiene en cuenta la liquidez, las volatilidades calculadas con los datos de esos plazos resultarían muy pequeñas, aunque eso no sea cierto, pues lo que sucede en la realidad es que no hay operaciones ni liquidez en los plazos de 180 y 360 días. Por esto es necesario saber muy bien qué datos se están recopilando y cuáles son las consecuencias de utilizar esos datos.

El cuarto elemento consiste en establecer si hay diferenciales de compra y de venta en las bases de datos que se están recopilando. Anteriormente se mencionó que el costo para los creadores del mercado que se va a establecer en Colombia es el costo de salida, es decir, el diferencial entre compra y venta. En México ese diferencial es relativamente pequeño, cerca de medio punto en condiciones normales, y llega a los tres puntos cuando las circunstancias de mercado se vuelven adversas. Es indispensable recopilar esos diferenciales en condiciones anormales, para saber el límite máximo, pues al deshacer una posición, tanto de compra como de venta, es necesario conocer el límite máximo que puede alcanzar ese diferencial para aplicarlo al costo.

Cuando se toma una serie específica, se introduce un sesgo importante en la valoración. Como se verá más adelante, es necesario elegir la tasa en pesos colombianos que refleje efectivamente el costo de los fondos para el

intermediario; es decir, el costo de adquirir o atraer fondos al mercado para cualquier institución financiera en Colombia, ya que esa es la tasa relevante para calcular la valoración de los *forwards*.

Valoración de instrumentos

Podemos empezar el ejemplo con la valoración de un instrumento que, igual que en México, se utiliza mucho en Colombia, a saber: el caso de una operación de reporto repo. Una vez que el activo se descuenta a una tasa dada se alcanza un punto específico (P). Desde ese punto hasta el final (\overline{PF}) se tendría el plazo final del instrumento. Es decir, el instrumento se divide en dos partes (\overline{AP} y \overline{PF}) y se reporta esta parte (\overline{AP}). El riesgo surge por el hecho de que el plazo del activo y el plazo del pasivo son diferentes. Aquí se abre una brecha (\overline{PF}).

Para valorizar el instrumento, se expresa $1 +$ la tasa del reporto por su plazo entre 360, que multiplicado por $1 +$ la tasa de salida, la tasa *forward* o tasa de regreso, dependiendo de cómo se denomine en Colombia. En la literatura, la tasa resultante se conoce como una tasa futura. Si multiplicáramos la tasa del reporto junto con la tasa de salida, se obtendría el rendimiento total del papel.

Cuando una institución financiera hace un fondeo, deja abierto un acuerdo futuro de tasas de interés. Lo que nos interesa en este momento es que puede suponerse que hay un cambio extremo en la tasa de interés calculado para un cierto nivel de confianza, por ejemplo al 99%, y si se supone que esa es la variación máxima en las tasas de interés, habría una pérdida para la institución de este tamaño. Esta sería la máxima pérdida aceptable de tasas de interés que la institución podría tener en fondeos o en operaciones de reporto. Este concepto se denomina valor del riesgo.

Para valorizar este instrumento se requiere calcular la tasa futura del papel, la cual es igual a $1 +$ la tasa larga del papel, dividido entre $1 +$ la tasa corta del papel. A esa expresión se le sustrae la unidad y se multiplica por los días a futuro divididos por 360. Esa es la valorización económica de un fondeo o de una operación de reporto (recuadro 1).

Recuadro 1

Requerimientos básicos

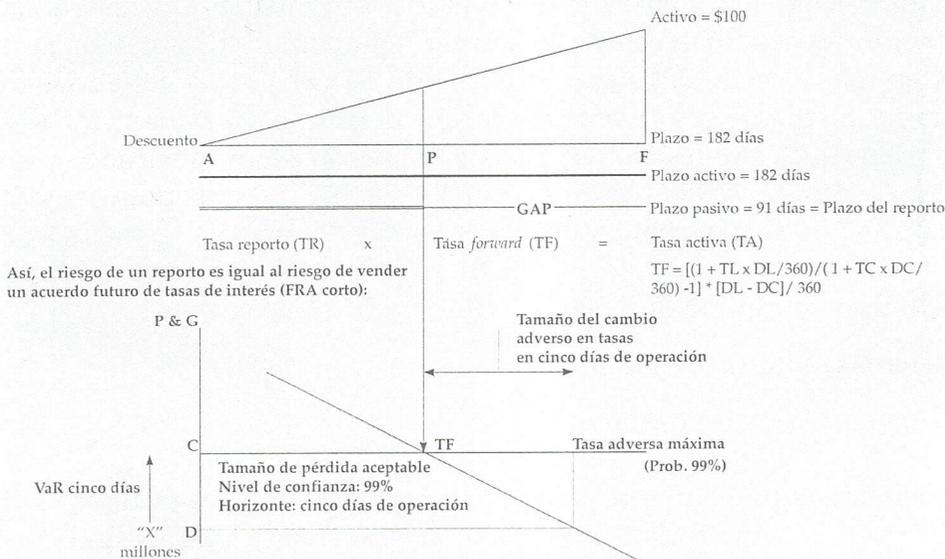
Marcación a mercado de posiciones

Las mesas de dinero operan en instrumentos de *tasa fija* y *tasa variable*. Los instrumentos de tasa fija son los Cetes y el Papel bancario en México. En ambos casos, los instrumentos se pueden considerar como un instrumento a descuento.

Cuando una mesa de dinero opera estos instrumentos en su cuenta propia, lo puede hacer en dos formas:

1. En reporto (riesgo de mercado); compra papel a 90 días y lo revende (reporta) a 45 días.
2. En directo (sin riesgo de mercado); compra y vende al mismo plazo del papel.

En reporto, el riesgo de mercado surge por la transformación de plazos entre activos y pasivos, como se aprecia en el siguiente gráfico:



En el caso del tipo de instrumentos que se tomó como ejemplo, el de los *forwards* cambiarios, se tiene lo siguiente: el *forward* cambiario opera sobre una base de US\$1 millón; en México, el tipo de cambio era en aquel entonces de 7,79 pesos mexicanos por dólar; la tasa de interés en pesos mexicanos era de 26,25%; la tasa externa, la Libor, estaba en 5,26%, y el plazo de las transacciones era de 30 días.

El tipo de cambio *forward* –o tipo de cambio a futuro– resultante de esta transacción es de 8,1935; la diferencia entre esta cantidad y el tipo de cambio *spot* es lo que se conoce como puntos a futuro o puntos *forward*, que en el ejemplo es de 0,4035. La suma en pesos mexicanos que debe entregarse es el resultado de multiplicar la base del *forward* por el tipo de cambio a futuro, de modo que después de 30 días deben entregarse 8.193.000 pesos mexicanos.

Este instrumento se compone de dos bonos de cupón cero que tengan el mismo plazo. La forma de valorizarlos es la siguiente: el tipo de cambio *spot* se trae a valor presente utilizando la tasa de interés externa y el tipo de cambio *forward* se trae a valor presente usando la tasa de interés doméstica. Cuando se comienza una transacción de este tipo, su valor económico forzosamente debe ser igual a cero.

Una institución debe ganar dinero cuando posee muchos *forwards*, el tipo de cambio se devalúa y las tasas de interés aumentan. Esas ganancias se pueden reflejar en el balance o en el estado de pérdidas y ganancias del operador mediante la siguiente operación: dejar que esa transacción pierda 30 días, que cambie en 5% la tasa de interés en pesos mexicanos y que el tipo de cambio *spot* se devalúe en 10%. En ese caso, las nuevas variables que se utilizarían para valorizar el *forward* serían las siguientes:

- Un tipo de cambio de 8,5690.
- Una tasa interna de 27,56%.
- Una tasa externa constante.

Los resultados pueden apreciarse en la parte inferior del recuadro 2: la tasa *forward* resultante es 8,5690 y los puntos *forward*, 0,3157. En consecuencia, se tiene un incremento en el valor de mercado de la posición; sin embargo, el resultado de la operación es la valoración efectiva a precios de mercado que debería utilizarse.

¿Cómo se calculan las volatilidades para obtener estos riesgos? La característica fundamental de las volatilidades que se van a emplear es su utilidad para medir los cambios rápidos y drásticos en el mercado. En el recuadro 3 se presenta una metodología simple para calcular esas volatilidades. Por ejem-

Recuadro 2

Requerimientos básicos

Marcación a mercado de posiciones

Información de la transacción

Monto nocional (dólares)	1.000.000	Tipo de cambio <i>forward</i>	8,1935
<i>Spot</i>	7,79	Puntos <i>forward</i>	0,4035
Tasa interna	26,25%	Entrega física (pesos mexicanos)	8.193.475
Tasa externa	5,26%		
Plazo	90 días		

Al inicio de la operación el MTM debe ser cero

MTM original (dos bonos de cupón cero)

	Spot $(1 + i * x T-t/360)$	-	Fwd (No cambia) $(1 + i x T-t/360)$	=	0,0000
MTM al inicio	7,6889	-	7,6889	=	0,0000

Escenario

Tiempo transcurrido	30 días				
cambio de		5,00% en tasa interna	cambio de	10,00%	en el <i>spot</i> (peso/dólar)
cambio de		0,00% en tasa externa	Nocional	1.000.000	dólares

Nuevas variables que deben aplicarse a la posición:

<i>Spot</i>	8,5690	Tasa externa	5,26%
Tasa interna	27,56%	Plazo	60 días
Nuevo <i>forward</i>	8,8847		
Puntos <i>forward</i>	0,3157		

El cambio en el valor de los bonos da como resultado un MTM positivo

Nuevo MTM

	Spot $(1 + i * x T-t/360)$	-	Fwd (No cambia) $(1 + i x T-t/360)$	=	660.914
Nuevo MTM	8,4945	-	7,8336	=	Pesos mexicanos

plo, el 11 de febrero el tipo de cambio mexicano era de 7,7950 pesos por dólar, como puede observarse en la primera línea del recuadro, en la cual se representa la historia de los tipos de cambio hasta el 28 de enero. Luego se toman los logaritmos naturales de los tipos de cambio, los cuales están representados en la segunda línea. Después, los logaritmos naturales con un retraso de un período, que corresponden a los valores de la tercera línea de la tabla. Luego se calcula el cambio porcentual de esos valores, empezando por la novena observación, el cual está representado en la cuarta línea de la tabla.

Con estos datos se pueden calcular los promedios móviles exponenciales, partiendo de la observación cero en adelante. Este método de cálculo consiste simplemente en aplicar un factor diferente a cada observación. En nuestro ejemplo, ese factor es 0,86 y varía de acuerdo con el número de la observación, según la fórmula siguiente: $\text{Factor MME} = (1 - 0,86) \times 0,86^{\wedge} \text{obs}$. Esto significa que a la observación del primer día (cero) le corresponde una ponderación del 14%; a la del segundo día (uno), 12,04%; a la del tercer día (dos), 10,35%, y así sucesivamente; de modo que la ponderación va decreciendo a medida que pasa el tiempo.

Si a los cambios porcentuales de la línea cuatro se les aplica el factor elevado al cuadrado (línea 6) y después se les multiplica por el Factor MME (línea 5) y se hace su sumatoria, 0,00012%, se obtiene un indicador de volatilidad. Luego se extrae la raíz cuadrada de ese indicador, que en el ejemplo es 0,00001077. Finalmente, si se supone que el indicador tiene una distribución normal, la raíz cuadrada del indicador, 0,00001077, se multiplica por 2,326 y se obtiene la volatilidad del tipo de cambio de pesos mexicanos. En el ejemplo, entonces, el peso mexicano puede oscilar, entre un día y otro, en 1,25%.

¿Cómo se puede demostrar si esta medida de la volatilidad es adecuada o no para medir los cambios drásticos? Supongamos que el 11 de febrero hay un movimiento drástico en el tipo de cambio mexicano y se presenta una devaluación del 5%, como se observa en el ejemplo del recuadro 4. Utilizando la metodología anterior, se obtiene una volatilidad de 4,254%. ¿Por qué? Debido a que la observación correspondiente al 11 de febrero recibe una ponderación del 14% sobre el día anterior, el cálculo de volatilidad se incrementa automáticamente en un monto muy semejante al del aumento de la devaluación del tipo de cambio mexicano. Este mé-

todo es muy simple y sus resultados son más confiables que los que se obtienen con el método de promedios aritméticos.

Cómo medir los riesgos de mercado

Simulación histórica

La metodología más simple para calcular los riesgos de mercado consiste en simular los cambios históricos del valor de un mismo instrumento a través del tiempo. Para esto se requiere disponer de una base de datos histórica de todos los factores que inciden en el valor de la posición.

En este caso hay que tener en cuenta el tipo de cambio *spot* del 13 de febrero, 7,5550, que es la primera cifra de la base de datos de que se dispone, la tasa interna, que varía 41,50, y la tasa externa, que varía 5,3125. Al siguiente día, el tipo de cambio *spot* es 7,5100, la tasa interna varía 39,50 y la tasa externa, 5,3125. Luego se calcula el cambio porcentual de cada uno de esos valores y se le suma uno. Los factores resultantes son 0,9940, 0,9506 y 1,0000 respectivamente. El método de valorización supone que los valores del día siguiente son iguales a los del día en que se hace la valorización, multiplicados por el cambio histórico observado en ese punto. De modo que como el ejercicio corresponde al 11 de febrero, los factores resultantes se aplican a los niveles que las variables tienen en ese día, 7,7950, 22,9000 y 5,4102, para encontrar los nuevos valores de mercado: 7,7484, 21,7689 y 5,4102. De ese modo, el *forward* pasa de un valor igual a cero a un valor de -53,543. La pérdida de valor resultante puede atribuirse al cambio que las tres variables experimentaron en un día.

¿Cómo resumir este cálculo? Se trata básicamente de construir un histograma de frecuencias con base en los datos históricos y el número de veces que los resultados de cada ejercicio de simulación caen dentro de un intervalo X. Después de haber hecho los ejercicios correspondientes en forma consecutiva, obtenemos un histograma de frecuencias en el que aparecen las pérdidas y ganancias sobre un portafolio de US\$1 millón. Debe recordarse que estamos midiendo el riesgo a cinco días, pues medimos los cambios entre lunes y lunes, martes y martes o miércoles y miércoles, es decir, que utilizamos una información traslapada. El ejercicio co-

rrespondiente indica que un portafolio de US\$1 millón en *forwards* pudo perder aproximadamente \$117.353 en cinco días, suma que equivale al 11% del monto nominal de la operación.

Si el ejercicio se realiza con otra metodología, por ejemplo, utilizar datos de los cambios entre lunes y martes, miércoles y martes, jueves y miércoles, es decir, sin traslapar los datos, y multiplicándolos por la raíz cuadrada de cinco días, se obtendría un resultado ligeramente diferente, es decir, una pérdida de \$124.496. Este es el método más fácil para medir el riesgo de mercado, el cual puede resumirse en los siguientes pasos: utilizar la historia de los elementos que componen la posición, simularlos, caracterizarlos a través de un histograma de frecuencias, calcular la pérdida al 99% de confianza y, sobre ese valor, expresar el resultado en términos de riesgo del instrumento (recuadro 5).

Método Delta normal

Otro instrumento que se utiliza en la medición del riesgo es el método Delta normal. Este método es muy sintético en cuanto a sus resultados y requiere descomponer un portafolio en sus partes básicas. En el caso de un *forward* cambiario debe hacerse una descomposición en tres posiciones que pueden llamarse "primitivas": una posición en cambios, que se expresa en términos del tipo de cambio *spot*; una posición en un bono denominado en moneda nacional y una posición en un bono denominado en moneda extranjera (recuadro 6).

Una vez que se han identificado estos elementos básicos, el método consiste en aplicar la teoría estándar del portafolio de inversiones. Para ello se requiere calcular un conjunto de covarianzas y correlaciones estadísticas entre esas posiciones para aplicarles un choque de cinco días y luego hacer la agregación. ¿Cómo se hace la agregación? En primer lugar, está la entrega física de dólares. Como el plazo es de 30 días, dentro de un mes tiene que entregarse US\$1 millón contra 7.908.101 pesos mexicanos. En la segunda columna de la parte inferior se observa el plazo, y en la tercera columna se muestra el rendimiento actual de una inversión a un plazo de 30 días en México y de una inversión al mismo plazo en los Estados Unidos. En la siguiente columna se registra la volatilidad precio de cada instrumento: 0,1467, 0,2444 y 0,0010.

Recuadro 5

Diferentes metodologías empleadas para medir el riesgo de mercado
Simulación histórica

Nivel de los factores al:		Tasas a plazo 30 días		
	<i>Spot</i>	Tasa Int.	Tasa Ext.	
	13-Feb-96	7,5550	41,5000	5,3125
	14-Feb-96	7,5100	39,5000	5,3125
Cambio porcentual +1		0,9940	0,9506	1,0000
Nivel actual de los factores		Tasas a plazo 30 días		
	<i>Spot</i>	Tasa Int.	Tasa Ext.	FWD
	7,7950	22,9000	5,4102	7,9081
		MTM por un millón de dólares		
		0		
		(53,543)		
Nivel propuesto de factores	7,7484	21,7689	5,4102	

Este será el cambio en el valor de la posición atribuible a un día de cambio en los factores que afectan al instrumento. Al realizar el mismo tipo de cálculos para una serie de observaciones históricas, se puede obtener una distribución de pérdidas y ganancias (frecuencias) que se verá como sigue:

Reporte de valor en riesgo

Transacción

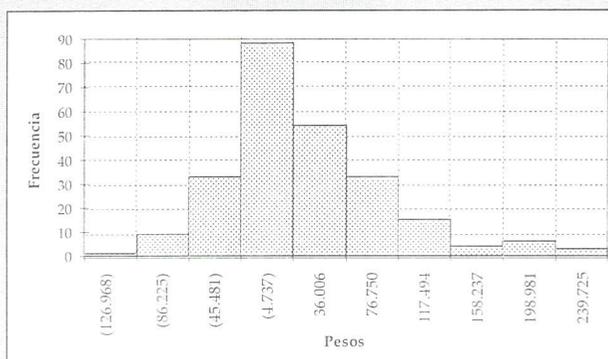
Un mes	Forward divisa	Moneda: Peso/Dólar
Monto nocional		US\$1.000.000
<i>Spot</i>	7,7950	
Tasa interna	22,900%	
Tasa externa	5,4102%	
<i>Forward</i>	7,9081	
Entrega física		\$7.908.101

Método Simulación histórica 246 observaciones diarias

(Continúa)

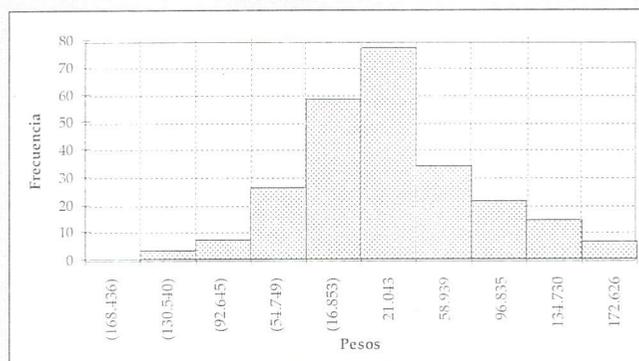
(Continuación recuadro 5)

Información traslapada de cinco días



VaR cinco días (117.353)

Información no traslapada x Raíz (cinco)



VaR cinco días (124.496)

Una vez calculada la volatilidad precio del instrumento, debe estimarse el valor del riesgo, que es el resultado de aplicar la volatilidad del precio al valor presente de la posición en pesos, multiplicándolo por 2,326 y por la raíz cuadrada de cinco. Como se observa en la última columna, una posición en el cambio *spot* puede perder \$59.203; una posición en un bono de cupón cero mexicano puede perder \$9.857 y una posición en un bono de cupón cero de Estados Unidos puede perder \$399. La suma de los valores absolutos de esas posiciones arroja una pérdida de \$69.458, y una vez que se aplican las propiedades de diversificación de estos instrumentos, las cuales equivalen a las columnas de correlaciones correspondientes, mediante la multiplicación matricial del vector de valores en riesgo

Recuadro 6

Diferentes metodologías empleadas para medir el riesgo de mercado

Método Delta normal

Esta metodología es la más sintética en cuanto a sus resultados. El método requiere descomponer a un portafolio en sus componentes básicos. En este caso se descompone un *forward* cambiario en tres posiciones "primitivas": 1) Una posición en cambios (*Spot*); 2) Una posición en un bono en moneda nacional; y 3) Una posición en un bono en dólares.

Después de identificar los elementos que componen al portafolio, el método Delta normal aplica teoría estándar de portafolio para agregar a los instrumentos, para lo que se requiere el cálculo de varianzas y correlaciones estadísticas entre los componentes del portafolio (que se supone siguen una distribución normal en su comportamiento). El método se calcularía como sigue:

Reporte de valor en riesgo

Transacción	Un mes	Forward divisa	Moneda: Peso/Dólar
Monto nominal			US\$1.000.000
Spot		7,7950	
Tasa interna		22,900%	
Tasa externa		5,4102%	
Forward		7,9081	
Entrega física			\$7.908.101

Método Delta normal (factor de decrecimiento = 0,86).

Instrumento	Información sobre el portafolio			Base de datos calculada				Valores calculados	
	Flujo futuro	Plazo	Rendimiento actual (%)	Volatilidad precio (%)	Spot	Correlaciones		Valor presente (\$)	Estimación del VaR
						Cero Mex.	Cero EE.UU.		
Spot Peso/Dólar				0,1467	1,0000	-0,2144	-0,2912	7.760.014	59.203
Bono cero México	(7.908.101)	30	22,9000	0,0244	-0,2144	1,0000	0,2651	(7.760.014)	(9.857)
Bono cero América	1.000.000	30	5,4102	0,0010	-0,2912	0,2651	1,0000	7.760.014	399
								0.0000	
									69.458
									61.941

por la matriz de correlaciones, se obtiene el resultado definitivo: \$61.941. Como se ve, hay una diferencia de casi \$8.000 entre los dos resultados, debido a la existencia de coeficientes negativos en la matriz de correlaciones. Eso significa que hay diversificación entre los componentes del *forward* y, en consecuencia, que existe una pérdida de valor en riesgo de cerca de \$8.000.

Método Montecarlo estructurado

Este es el método más complicado entre los que se utilizan para calcular la valorización del riesgo. Aunque esta metodología es compleja, requiere mucho tiempo de computador y genera una gran cantidad de números aleatorios, tiene una ventaja: el enfoque que utiliza es muy claro desde el punto de vista intuitivo. Se trata, simplemente, de producir un número dado de posibilidades de cambio de las variables que inciden en el precio de mercado, de combinar esas posibilidades y de incluirlas en la fórmula de marcación al mercado para obtener un número igual de resultados posibles del valor de portafolio.

Los resultados de la simulación, para 10.000 posibilidades de cambio, se observan en el recuadro 7.

En el histograma A se representan las 10.000 posibilidades de cambio de la tasa de interés en México, en el histograma B se indican las 10.000 posibili-

Recuadro 7

Diferentes metodologías empleadas para medir el riesgo de mercado
Simulación de Montecarlo estructurada

“Generar 10.000 simulaciones de los factores actuales de mercado que afectan a un portafolio, y estructurarlos de tal forma que sean consistentes con la estimación del movimiento pasado (estimado) de los factores de mercado. Como segundo paso hay que reevaluar la posición con estos factores”:

Una forma de lograr la consistencia en la estructuración de escenarios es forzando a los números aleatorios $N(0,1)$ utilizados en la simulación a que “hereden” la estructura de covarianza entre los factores de mercado vía el método conocido como descomposición de Cholesky o método de la raíz cuadrada de una matriz.

La aplicación de la simulación estructurada de Montecarlo aparecería como:

Reporte de valor en riesgo

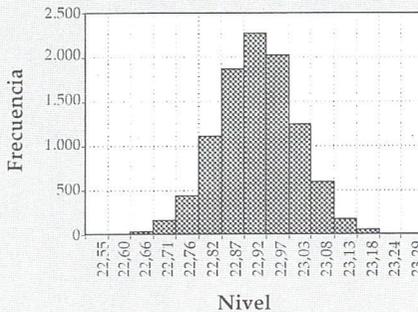
Transacción

Un mes	Forward divisa	Moneda: Peso/Dólar
Monto nocional		US\$1.000.000
Spot	7,7950	
Tasa interna	22,900%	
Tasa externa	5,4102%	
Forward	7,9081	
Entrega física		\$7.908.101

Método Simulación de Montecarlo

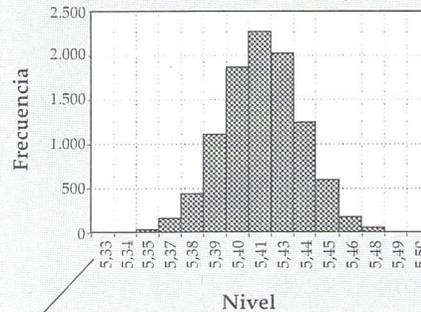
Histograma A

10.000 escenarios simulados de la tasa interna



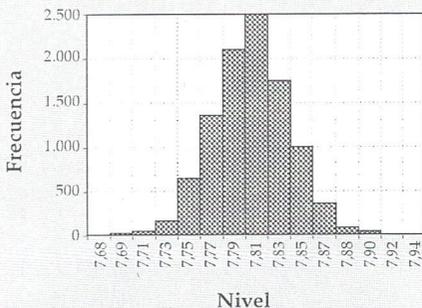
Histograma B

10.000 escenarios simulados de la tasa externa



Histograma C

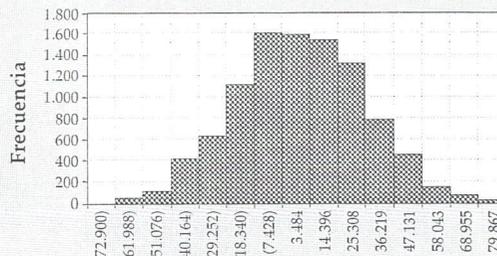
10.000 escenarios simulados del spot (peso/dólar)



Los factores se combinan en la fórmula de valuación para obtener:

Histograma D

10.000 valuaciones del portafolio



VaR cinco días (99,0%): (57.480)

dades de las tasas de interés en los Estados Unidos, en el histograma C se muestran las 10.000 posibilidades del tipo de cambio *spot*, y el histograma D resulta de combinar esas 10.000 posibilidades. Veamos cuáles son los rangos de cada variable y qué significan los histogramas de frecuencia.

Empecemos por el histograma de la tasa de interés en México: en un día de operación, esta tasa de interés podría aumentar de un 22,55 a un 23,29%, un cambio aproximado de cien puntos básicos. En México es bastante probable que haya un cambio de esa magnitud en la tasa entre un día y otro.

Por su parte, la tasa de interés en Estados Unidos puede variar desde un 5,33 hasta un 5,55%, un cambio que también es bastante probable. Los movimientos de corto plazo en las tasas de interés son de aproximadamente un cuarto de punto entre una sesión y otra de la Reserva Federal. Los resultados que aparecen en el histograma son válidos en términos de orden de magnitud.

En cuanto al tipo de cambio en México, éste puede moverse en un día desde 7,68 pesos mexicanos por dólar hasta 7,94 pesos por dólar.

Una vez que se aplican al portafolio las amplitudes de estas variables se obtiene como resultado una pérdida de \$57.480 en cinco días, para una operación de US\$1 millón.

Comparación de los métodos

Si se comparan los resultados, se puede observar que la metodología Delta normal arrojó una pérdida de unos \$61.000 y que el método de Montecarlo estructurado arroja una pérdida de aproximadamente \$57.000, mientras que las metodologías históricas presentan resultados más elevados: \$117.000 y \$126.000.

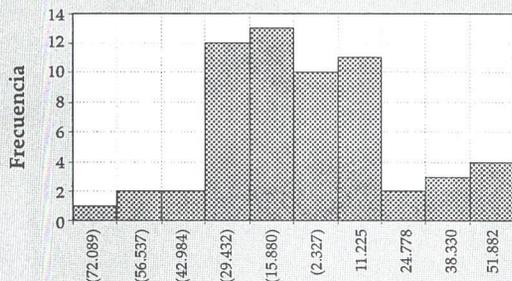
¿Cómo comparar los resultados de las metodologías propuestas?

En el recuadro 8 se presenta una comparación adecuada de los resultados de las tres metodologías que se han comentado. No se introdujo ninguna modificación a los resultados del método Delta ni a los de la simulación de Montecarlo, pero sí se hizo un ajuste en la simulación histórica. Para el

Recuadro 8

Comparación correcta entre los diferentes métodos

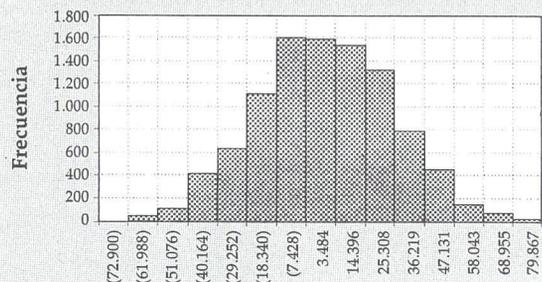
Simulación histórica (61 datos)



Pérdidas y ganancias por US\$1 millón

VaR cinco días al 99,0% (65.308)

Simulación Montecarlo estructurada



Pérdidas y ganancias por US\$1 millón

VaR cinco días al 99,0% (57.480)

Método Delta normal

Información sobre el portafolio				Base de datos calculada				Valores calculados	
Instrumento	Flujo futuro	Plazo	Rendimiento actual (%)	Volatilidad precio (%)	Spot	Correlaciones		Valor presente (\$)	Estimación del VaR
						Cero Méx.	Cero EE.UU.		
Spot Peso/Dólar				0,1467	1,0000	-0,2144	-0,2912	7.760.014	59.203
Bono cero México	(7.908.101)	30	22,9000	0,0244	-0,2144	1,0000	0,2651	(7.760.014)	(9.857)
Bono cero América	1.000.000	30	5,4102	0,0010	-0,2912	0,2651	1,0000	7.760.014	399
MTM de la posición								0.0000	
Riesgo no diversificado									69.458
Riesgo diversificado al 99,0%									61.941

cálculo de las volatilidades se había utilizado un factor de ponderación de 0,86 que, estadísticamente, equivale a decir que se usan 61 datos para hacer los cálculos. El ajuste consistió en recalcular el histograma utilizando directamente los 61 datos. Tenemos entonces que en este caso el método histórico arroja una pérdida de \$65.308, el método de Montecarlo de \$57.480 y, el método Delta, de \$61.941. De modo que la variación de los resultados de los tres métodos es de $\pm 10\%$, un orden de magnitud bastante confiable en términos del cálculo de riesgo. Esta es una forma adecuada de comparar las diferentes metodologías, porque de no haber hecho el ajuste al método histórico la variación sería muy alta y el instrumento resultaría demasiado riesgoso. En suma, es necesario lograr que los tres métodos se utilicen en circunstancias comparables.

¿Cómo una junta directiva puede implementar los límites de riesgos de la institución?

La respuesta a esta pregunta puede ilustrarse con el siguiente ejemplo. De acuerdo con la base de capital, la capacidad de operación en el mercado y los ingresos mensuales proyectados para el área respectiva, una institución financiera X decide que la pérdida máxima que está dispuesta a aceptar es de \$3,75 millones, para un horizonte de cinco días de operación y un nivel de confianza del 99%, suponiendo que la pérdida se calcula para unas condiciones normales de mercado.

Si se cumplen esas condiciones y la institución está dispuesta a perder una suma máxima de \$3,75 millones, ¿cómo puede calcularse el monto de operaciones que corresponde a esa pérdida? Basta utilizar el método descrito, pero haciendo los cálculos desde antes.

Así las cosas, se fija un valor en riesgo de \$3,75 millones y se trata de calcular el monto máximo de operaciones correspondiente a esta pérdida. En el recuadro 9 se indica que cuando la institución fija un límite de riesgo máximo de \$3,75 millones, automáticamente queda impedida para efectuar operaciones mayores de US\$60,2 millones en *forwards* a un plazo de 30 días. Esta es la aplicación clásica de los límites de riesgo. En el caso de México, esos límites existen en cada operación. El mercado de dinero, en operaciones de reporto, tiene un límite de riesgo; en papeles

con tasa flotante –que en Colombia denominan papeles indexados– existe otro límite de riesgo; en *forwards* hay un límite de riesgo distinto; en operación con acciones existe otro, todos ellos fundamentados en el monto de las operaciones. En nuestro ejemplo no puede haber operaciones por una suma superior a US\$60,2 millones porque, de pasar ese monto, habría que cancelar automáticamente la transacción con una contraria.

Como conclusión acerca de los beneficios que el cálculo de riesgos ha generado para México en los dos últimos años, debo decir que este sistema no fue introducido al país por el simple hecho de realizar innovaciones tecnológicas sino porque el Banco Central de México estipuló que las entidades que no hicieran medición de riesgos no podrían operar en el país y se les retiraría la licencia de funcionamiento.

Esta presentación fue similar a la que el Grupo Inverlat hizo ante un consultor externo que debía validar la metodología que usamos en las operaciones de *forwards*. Además de demostrar al Banco Central que conocíamos los métodos y que hacíamos una valoración adecuada de los riesgos, la introducción del sistema ha llevado a una buena estabilidad de las utilidades. El hecho de imponer límites de riesgo hace que las utilidades de las operaciones sean más estables y que, en caso de que se presente una pérdida, ésta sea conocida por el Consejo de Administración.

Además, el hecho de que el operador no se sienta tan gravado cuando tiene una pérdida considerable porque la dirección general de la institución conoce de antemano el monto máximo que puede perderse en la operación, da estabilidad a toda la institución.

FORO DE CLAUSURA:
RETENCIÓN EN LA FUENTE
SOBRE TÍTULOS DE RENTA FIJA

Beatriz Arbeláez
*Directora de Regulación
del Viceministerio Técnico de Hacienda*

Esta presentación consta de dos partes. En la primera se comenta el Esquema que se implantó con los decretos 1960 y 2360 de 1996, y en la segunda se analizan los cambios que se introducen con el decreto que modifica el régimen de retenciones sobre rendimientos financieros, que acaba de aprobarse.

Decretos 1960 y 2360 de 1996

Desde la época del ministro Perry, el gobierno venía trabajando con la preocupación fundamental de unificar los regímenes tributarios de los diferentes actores del mercado. Desafortunadamente, en virtud de las disposiciones de la reforma tributaria del citado ministro, no se pudo nivelar el tratamiento para todos los agentes que intervienen en el mercado, como sería lo ideal. Para administrar el régimen más fácilmente y eliminar las distorsiones que se generaron con los decretos 1960 y 2360, lo más conveniente habría sido nivelar el tratamiento para todos los que no son sujetos y que están exentos.

Antecedentes

El interés en crear un régimen de retención en la fuente para los rendimientos financieros obedece a la profunda preocupación del gobierno por

el comportamiento de las finanzas públicas. Ese comportamiento ha llevado a tomar medidas que han sido muy debatidas, como la emergencia económica impugnada por la Corte, cuyo objetivo esencial era generar algunos ingresos adicionales y producir un impacto sobre la tasa de cambio.

La mayor preocupación en este momento es que la estructura de las finanzas públicas, sobre todo en lo que se refiere al gasto, implica que el gobierno debe generar ingresos y tratar de cerrar todos los mecanismos de elusión o de evasión que se puedan presentar. Los decretos 1960 y 2360 buscaban, justamente, cerrar todos los canales de elusión y de evasión fiscal.

Básicamente, esos decretos establecen el régimen de retenciones para algunos agentes que no estaban gravados a través de regímenes de retención, es decir, las entidades del sector financiero y todas las operaciones que se realizaban a través de las bolsas de valores.

Sin embargo, las normas tributarias dan un tratamiento diferente a los diversos agentes. Además, con la expedición de esos dos decretos, que en la práctica empezaron a regir a partir del 1º de enero de este año, se creó una segmentación en el mercado, entre los agentes sujetos a retención en la fuente y los agentes exentos o no sujetos a retención en la fuente, que daba lugar a precios diferentes para esos dos grupos de agentes. Como consecuencia, los exentos no querían ni comprar títulos anticipados ni vender títulos vencidos a los contribuyentes, porque éstos les ofrecían precios inferiores debido a que tenían que asumir la totalidad de la retención.

Los efectos de la segmentación y del diferente tratamiento tributario a los agentes del mercado se amplificaban debido a que el control de la retención en la fuente se ejercía sobre los pagos o abonos en cuenta por rendimientos financieros. Debido en parte a las normas tributarias y en parte al proceso de administración de la retención en la fuente, las bases gravables para imponer esta retención se calculaban con un método de causación lineal. Ese método generaba distorsiones en los precios de los títulos, porque en las transacciones de los títulos no se reflejaban, o se reflejaban de modo imperfecto, los ajustes en los precios derivados de las retenciones causadas en forma lineal.

El mercado también se vio afectado porque para controlar la retención en la fuente era necesario expedir constancias tanto en el caso de los títulos anticipados como cuando hubiese descuentos en la colocación de títulos vencidos; con la entrada en vigencia del decreto, el vendedor debía expedir esas constancias, hecho que produjo un traumatismo en el mercado por falta de claridad. Además, el sistema era muy nuevo y empezaron a elevarse los costos de transacción, y cuando estos costos aumentan se producen ineficiencias en el mercado.

Finalmente, existe una relación con los TES, que son los títulos básicos para construir la curva de rendimientos. Para construir la curva de rendimientos, hay que tener la capacidad para transar separadamente los cupones del principal y generar los arbitrajes necesarios, de tal manera que los títulos más adecuados para construir la curva de rendimientos son los TES, sin perjuicio de que en los demás títulos que se negocian en el mercado los rendimientos y los principales puedan transarse por separado.

Debido a la necesidad de establecer controles adicionales, con el esquema anterior los rendimientos se manejaban como tales, pero el principal se trataba como un título al descuento, lo que en la práctica implicaba una doble tributación o un gravamen adicional sobre los títulos en los que se transaban por separado los cupones de rendimiento.

El decreto mencionado también pretendía controlar el llamado lavado de retenciones. Con el fin de verificar que los fondos que no están gravados con el impuesto de renta –el fondo de pensiones, el fondo de cesantías, el fondo común ordinario y similares– eran tenedores de esos títulos y con el propósito de hacer coincidir los calendarios tributarios, el decreto estipuló que la retención en la fuente de los títulos anticipados gravados con esa retención sólo podía recuperarse hasta el final del mes; a través de esta medida se buscaba evitar que con el simple uso de un fondo común los agentes retornaran al método anterior, lavar las retenciones, que en la práctica significa no pagarlas.

Se había considerado prudente aguardar hasta fin de mes para recuperar las retenciones, pero esa espera implicaba un sobre costo financiero para los títulos administrados por esos fondos que afectaba directamente a sus beneficiarios.

Todos estos problemas fueron analizados cuidadosamente por el gobierno. El decreto se debatió en forma intensa durante el año pasado y el Decreto 2380 corrigió algunos aspectos del régimen de retenciones que se había intentado implantar con el Decreto 1960. Pero el gobierno, al advertir los traumatismos que se generaron y atento a las inquietudes del sector financiero y de los comisionistas de bolsa, analizó la propuesta de considerar el mecanismo de autorretención como un método alternativo. De todas formas, se sabía que los decretos anteriores iban a tener un impacto, sobre todo en el caso de los títulos vencidos, y que el mercado de TES iba a resultar afectado por el mecanismo de control, pero en realidad en ese momento no se disponía de un mecanismo eficaz, pues el sistema de control operaba únicamente sobre los pagos efectivamente realizados. Es decir, no se tenía un mecanismo claro para diseñar los esquemas de recuperación de las retenciones.

Nuevo decreto

En razón de las conversaciones con el sector privado, el gobierno pensó en la viabilidad de establecer el mecanismo de autorretención. El único problema que se presentaba era la menor posibilidad de ejercer el control, pues este mecanismo ya no se controla por los pagos realizados. Por eso se decidió otorgar el privilegio de autorretención únicamente a las entidades que contaran con sistemas de control adecuados, es decir, a las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, a las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores y a unos cuantos contribuyentes que serán autorizados por una resolución de la Dian.

A diferencia del control por pagos, el mecanismo de autorretención tiene mayor relación con el esquema de causación. Las entidades autorizadas causan mensualmente su retención y de acuerdo con ella tienen que hacer el ajuste neto de las cuentas por pagar a la Dian; después, simplemente consignan la cantidad resultante. Las bases gravables se definen en el momento de la compra del título y están determinadas por los precios. La base gravable, junto con el nuevo mecanismo, permite adaptar más fácilmente el esquema de retenciones a la realidad del mercado; es decir, ya no se producen las distorsiones derivadas del método lineal y el sistema se ajusta a las variaciones de precios.

Por esa razón, el esquema de autorretención elimina la segmentación en el mercado entre los autorretenedores, los agentes no exentos y no sujetos a retención en la fuente. Quizá siga existiendo algún tipo de segmentación entre personas naturales, aunque se prevé que la posible discriminación contra las personas naturales será mínima; es de esperar que con este esquema y con las bases gravables definidas a partir de los precios, la discriminación desaparezca.

Debido a que las bases gravables se definieron en su totalidad, porque ahora la base está determinada por los precios de compra y de venta, y por los pagos efectivamente realizados en las transacciones –y no como antes, sobre unas bases lineales–, el mecanismo de autorretención debe ajustarse a la realidad del mercado. Eso significa que la retención en la fuente se va a causar sobre los rendimientos financieros efectivamente realizados.

El esquema anterior se mantiene para los contribuyentes que no hacen autorretención. Entre contribuyentes no autorretenedores que transan el título debe mantenerse el sistema de traslado de precios, esto es, debe adoptarse el esquema de control por pagos porque la Administración de Impuestos tiene dificultades para controlar a una persona natural que haga su propia retención y la consigne en la Dian o en la Tesorería General de la República. Pero frente al anterior, el nuevo sistema tiene la ventaja de que se pueden hacer ajustes por los cambios de precios cuando hagan transacciones entre ellos mismos, de modo que los agentes no autorretenedores tributan sobre los rendimientos percibidos efectivamente.

Otra diferencia consiste en la disminución de las constancias, pues cuando se hacen transacciones con un autorretenedor, las constancias desaparecen debido a que el control se ejerce a través de su sistema contable. Cuando las transacciones se efectúan entre autorretenedores no hay que hacer constancias, de modo que éstas no circulan entre ellos. Las constancias aparecen únicamente cuando el título sale de un autorretenedor, de un agente exento, o de un agente no sujeto a retención, pues son necesarias para mantener el esquema anterior de traslados en el precio de las retenciones.

Otra innovación que introduce el nuevo decreto es la eliminación de la doble tributación o del gravamen adicional sobre los títulos en que el prin-

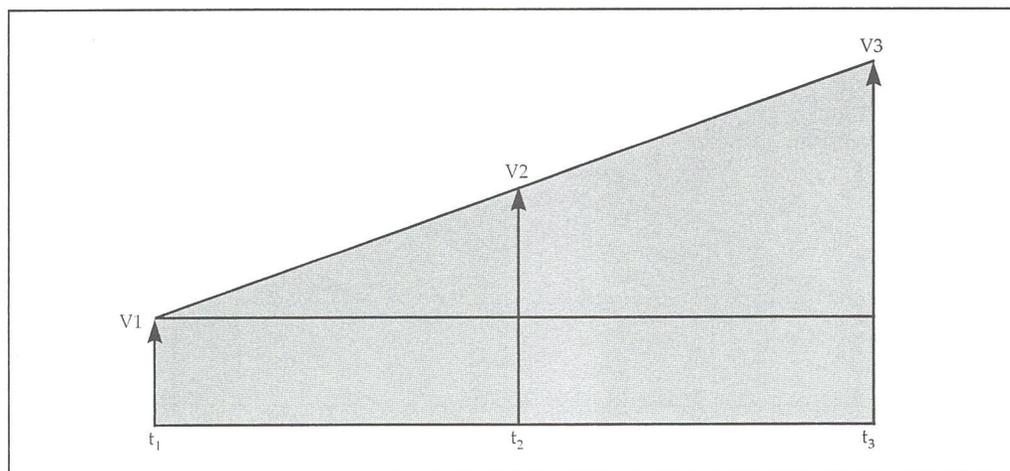
principal y los cupones se transaban separadamente. Se estipula que los rendimientos deben tratarse como tales y no como un título al descuento, y que el principal que se transe separadamente no se trate como un título al descuento sino que no va a tener ningún tipo de gravamen.

Se pensó en establecer otro tipo de régimen que tratara al cupón y al principal como títulos puros al descuento, pero la administración de esa forma de operación era demasiado complicada. Por eso, se optó por el mecanismo donde la retención en la fuente se paga sobre los cupones, entendiendo éstos como el rendimiento generado por el título; es decir, que el rendimiento se independiza hasta cierto punto del cupón en sí mismo, del rendimiento nominal estipulado en el cupón.

Otro cambio importante que introduce el nuevo decreto es que, luego de implantar el régimen de autorretención, resulta mucho más favorable disponer de un mecanismo de recuperación automática de las retenciones causadas, es decir, de las retenciones que provienen de títulos anticipados, que se pagan antes de que las compre un fondo. Esa ventaja se concedió únicamente a los fondos no contribuyentes, que en esencia son los fondos supervisados por la Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria. Con este nuevo esquema, si un título es comprado por un fondo, éste puede recuperar automáticamente la retención en la fuente pagada con anterioridad.

El nuevo decreto también unifica la tarifa de la retención en la fuente. En el esquema anterior, la tarifa de retención sobre los rendimientos financieros era del 7% para los títulos con descuento, los descuentos generados cuando se vendían los TES o los títulos vencidos. Había una tabla diferencial, de acuerdo con el plazo de los títulos, cuyo propósito consistía en calcular el valor presente de una retención en la fuente equivalente al 7% sobre los rendimientos causados en cada uno de los años de tenencia del título, pero causada al frente, esto es, al momento de comprar el título. Con la introducción del mecanismo de autorretención, que implica que la retención se causa sobre los rendimientos efectivamente generados, se pensó en unificar la tarifa porque ya no era necesario mantener la tarifa de descuentos puesto que todo el impuesto se generaba al comienzo del título. Como se supone que el mayor volumen de transacciones se realiza entre los autorretenedores, la tarifa se unificó para facilitar la administración de los recaudos.

Gráfico 1 Regímenes de retenciones



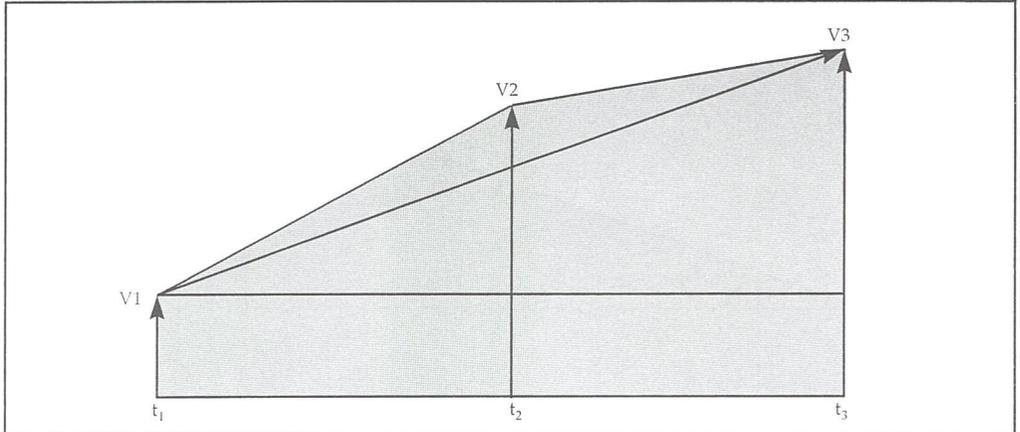
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

En el gráfico 1 se ilustra lo que ocurría con el régimen de retenciones anterior y lo que ocurre con el régimen actual. En el momento de la compra del título, en t_1 , se tenía el valor del título y se suponía que el rendimiento financiero se causaba en t_3 . Supongamos que se trata de un título al descuento, de modo que la causación de la retención se calculaba sobre una base lineal, independientemente del precio que tuviese en el período t_2 , es decir, en el momento de vender el título.

Así, en el esquema anterior, cuando se generaba un descuento en el período t_2 , el enajenante cobraba la retención en la fuente sobre ese nuevo descuento, pero no ajustaba su rendimiento financiero y, por tanto, no ajustaba su retención sobre la pérdida en que pudiese incurrir. Este sistema generaba grandes distorsiones en el mercado porque no reflejaba los cambios en los precios y no permitía hacer el ajuste a los verdaderos rendimientos.

En cambio, con el nuevo esquema, cuando el título se vende en t_2 a un precio superior al que debería tener de acuerdo con la causación lineal que se genera en el momento de la compra del título, según las bases gravables definidas por el decreto, se obtiene un rendimiento adicional que sí es gravable. Sobre ese rendimiento, el autorretenedor debe consignar una retención en la fuente adicional que refleja el rendimiento verdadero (gráfico 2).

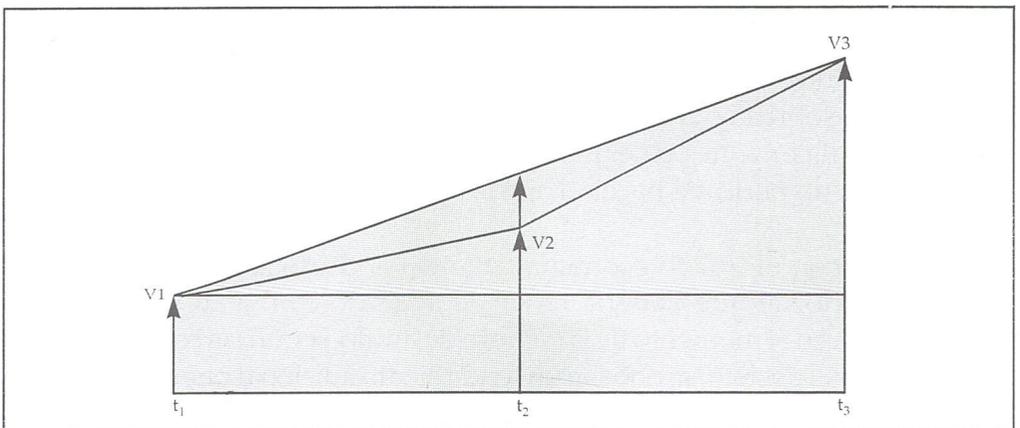
Gráfico 2 Nuevo esquema de retención



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El caso contrario se presenta cuando el título se vende a un precio inferior al que debería tener, de acuerdo con la causación determinada por las bases gravables, cuando el título se compró en el período t_1 . Si el precio de venta del título es menor que el generado por su causación, y que llevó a consignar una suma mayor por retención en la fuente, el vendedor puede hacer el ajuste y deducir las retenciones en la fuente adicionales que pagó (gráfico 3).

Gráfico 3 Ajustes en retención



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Pablo Trujillo
Presidente de Fiduciaria Alianza

En esta exposición me propongo analizar las incidencias del nuevo decreto de retención en la fuente sobre el ahorro en términos generales, haciendo énfasis en lo que sucede con el ahorrador.

En Estocolmo hay un museo donde se exhibe una antigua embarcación muy bien conservada. Alrededor del año 1300, uno de los reyes suecos ordenó su fabricación a los mejores constructores de su tiempo. Estos hicieron una nave enorme y sensacional, con casi 200 cañones. Sin embargo, cuando la embarcación fue botada al agua y empezó a adentrarse en el mar, la fuerza del viento la invirtió y se fue a pique, hundiéndose con todos sus tripulantes a bordo. Por ello hoy podemos admirar un barco en perfectas condiciones de conservación, con todos sus implementos y detalles; lástima que tal posibilidad se deba a la perfección de un diseño que, en la práctica, no cumplía con su propósito primario: navegar.

Además de la perfección construida sobre lo inconducente, existe el riesgo de las verdades incontrovertibles, de las cuales quisiera citar algunos ejemplos: todo el mundo dice que las entidades financieras colombianas son tremendamente ineficientes porque tienen un margen demasiado alto; aquí cabe preguntar: ¿no será que el dinero ha sido escaso durante mucho tiempo y entonces es posible cobrar márgenes elevados? El margen se reduce cuando hay dinero suficiente, pues su nivel no es un problema de competencia o de eficiencia sino de cantidad de dinero disponible en el mercado: si hay poco dinero el margen sube, y si hay mucho el margen

baja, al igual que la tasa de interés. En el mismo sentido encontramos otra de estas verdades: el eterno argumento de que la tasa de interés es la principal herramienta en la lucha contra la inflación; pero resulta que el único insumo que todo el mundo consume y que todos los productores necesitan es el dinero. Entonces, ¿la tasa de interés en sí misma es un elemento inflacionario porque siempre que se eleva se traduce inmediatamente en un incremento de costos y, por tanto, en un incremento de precios, o será también uno de los grandes creadores del subdesarrollo?

También se dijo que el upac se está acabando por razones naturales. Sin embargo, cuando ataron este sistema al DTF con la peregrina idea de la competitividad en las captaciones, se les olvidó que los márgenes de colocación se habían diseñado específicamente para el upac. Esto hizo que los pobres pagadores de los créditos viesan incrementados sus costos en forma desproporcionada y que no fuesen sensibles a las bajas que se presentaban en las tasas de interés de captación.

Con la retención en la fuente ocurre una situación bastante parecida. Para la mayoría de la gente, con excepción de aquellos que presentan declaración de renta –población empleada, de bajos ingresos y trabajadores informales–, la retención es básicamente un impuesto y no una retención. Es un impuesto porque cuando se analiza la composición del ahorro se observa que, en comparación con el promedio total en cuenta corriente, de \$2 billones 285.000, el promedio de un CDT es de \$8 millones, el promedio de una cuenta de ahorros de \$878.000 y el de un certificado de ahorro de \$8.400.000. El promedio del conjunto de estos sistemas de ahorro es de \$1.600.000, con una composición porcentual en la que los CDT se destacan claramente como la herramienta preferente para mantener el dinero. Si el promedio es tan bajo, es obvio que el ahorrador es pequeño (cuadro 1).

El universo de los ahorradores gravados injustamente con este impuesto es bastante grande, y es curiosamente el grupo donde los líderes del país, en su permanente discurso, dicen que hay que incentivar el ahorro. De acuerdo con las distintas fuentes, las cajas de compensación, los fondos de pensiones y el Dane puede afirmarse que alrededor del 70% de los ahorradores gana menos de dos salarios mínimos, un poco más del 20% devenga entre dos y cuatro salarios mínimos, y apenas un 10% gana más de cuatro salarios mínimos (cuadro 2).

Cuadro 1

Consolidación nacional total

	Montos (Millones \$)	Número de cuentas	Monto cuenta
Cuenta corriente	4.604.944	2.015.079	2.285.242
CDT	11.528.073	1.440.305	8.003.911
Ahorros	9.121.415	10.378.360	878.888
Cuentas de ahorro	4.539.262	5.754.909	788.763
Certificado de ahorro	1.973.291	234.025	8.431.967
Total	31.766.985	19.822.678	1.602.558
Cuenta corriente (%)	14	10	
CDT (%)	36	7	
Ahorros (%)	29	52	
Cuentas de ahorro (%)	6	1	

Nota: No incluye cifras del BCH, Corfigan, Corporación Financiera ING, Compañía Financiera GMAC, Citibank, Corona y Universal.

Fuente: Formato 54 - Superintendencia Bancaria.

Cuadro 2

Composición ahorradores empleados

	Cajas (%)	Dane (%)	Fondos de pensiones (%)
Menos de dos salarios mínimos	69	66	78
De dos a cuatro salarios mínimos	22	21	14
Más de cuatro salarios mínimos	9	13	8

Declarantes (1996): 340.000 personas naturales.

Como puede verse, el nivel de ingreso del ahorrador colombiano es muy bajo. Por otra parte, de todo el conjunto de personas naturales que hay en el país, sólo 340.000 tuvieron que presentar declaración de renta en 1996, lo cual demuestra que el porcentaje de la población que declara renta y que puede recuperar las retenciones que se le han hecho en exceso es muy pequeño. Es evidente, entonces, que para la mayoría de la gente la retención en la fuente es un impuesto que no tiene posibilidades de devolución.

Si los indios norteamericanos que vendieron la isla de Manhattan hubiesen invertido los dólares que recibieron al 8% efectivo anual, hoy tendrían US\$1.500 millones; en cambio, si los hubiesen invertido al 4%, hoy sólo tendrían US\$765.000. Esa diferencia exponencial es fundamental cuando se habla de las magnitudes del ahorro en términos reales, que es la que lleva a los países a la riqueza; cualquier cosa que afecte el exponencial o capacidad de acumulación del dinero es, de hecho, un gran sacrificio a largo plazo para un país.

En Colombia siempre nos quejamos de que no hay ahorro, pero nadie parece hacer algo serio para incentivarlo. Por ejemplo, la tasa real es muy inestable, hasta el punto de que en los últimos 18 meses ha experimentado variaciones que van desde el 20 hasta el 5%. Si la tasa nominal llegara a ser del 25%, con una inflación del 22%, la retención en la fuente equivaldría al 58% del ahorro; es decir, que la gente estaría pagando un impuesto del 58% sobre su ahorro. Si la tasa nominal fuese del 30%, la retención en la fuente sería del 26% (cuadro 3). En otras palabras, cuando se opera con ocho puntos en términos reales, la retención en la fuente es 26%; sólo cuando se alcanzan niveles del 45%, ese impuesto baja al 13%. Es evidente, entonces, que se necesitaría una tasa de interés real monstruosamente grande para que la persona que ahorra tenga un nivel de impuesto adecuado a su nivel normal de tributación.

En el cuadro 4 se observa lo que sucede cuando se empieza a pagar por trimestres anticipados. El cuadro también corresponde a una tasa del 30% efectivo, pero con la diferencia de que fue calculada por trimestres anticipados. ¿Cuál sería el efecto sobre el nivel de la retención? Por la forma como se liquidan los períodos, el nivel de la retención se elevaría del 26,6 al 42%; con todo, si se liquidan mensualmente el aumento sería mucho mayor y la situación del ahorrador mucho peor, porque es obvio que la retención se va anticipando y va reduciendo el exponencial inmediatamente.

En Colombia existen dos tipos de ahorro con ventajas tributarias: el de las pensiones, que es obligatorio y manejado por unos pocos, en el que no se incentiva al ahorrador en general sino que se asimila más a un impuesto, y el upac, en el cual se condena al ahorrador a una ínfima rentabilidad, digna de una colocación en un banco central. Cuando se consultan otros estudios, puede observarse un hecho muy inquietante. De acuerdo con

Cuadro 4
Pago de retefuente trimestre anticipado

Tasa efectiva = **30%**
Tasa NTA = **25,4%**
ReteFuente = **7% * VN**
Valor inicial = **100**
IPC = **22% e.a. = 19,4 TA**

	Tasa efectiva (%)	Tasa NTA (%)	Trimestral (%)	Retención en la fuente (%)	Rendimiento trimestral (%)
			(25,4/4)	(6,35 * 7)	
Después de retefuente	30	25,40	6,35	0,44	5,90
	Rendimiento trimestral	Tasa NTA después de retefuente	Tasa efectiva		
	5,90	23,62	27,56		
Teniendo en cuenta IPC	Tasa efectiva	IPC	Rendimiento	Tasa real	ReteFuente real
	27,56	22	5,56	1,05	42

un estudio reciente de Anif, *¿Dónde invierte la gente su dinero?*, el 17% de la población invierte sus ahorros en créditos extrabancarios, es decir, en préstamos a los demás. Esta desinstitucionalización del sistema es gravísima y la cifra es muy alta en comparación con las de otros países de América Latina, ratificándose en esta forma que el ahorrador en Colombia es castigado injustamente por un modelo que ha montado la retención en la fuente no como un anticipo a los impuestos (caja para el Estado), sino como un sistema de controlar la evasión con la idea clara e intencional de hacer de ella un impuesto al ahorro, con un diseño a todas luces inequitativo al no tener en cuenta la verdadera rentabilidad del mismo y condenando a su pago a aquellos con menores recursos.

Al ser el ahorro un mal negocio, el ciudadano común busca la salida en el endeudamiento y, a través de él, se empieza a ahorrar en bienes, como sucede en el caso de la vivienda. En Colombia ésta es una forma de ahorro tradicional que tiene un incentivo fiscal: la autorización para que los compradores de vivienda deduzcan parte de la tasa de interés. Con estos incentivos es mejor ahorrar en bienes que en los sistemas de ahorro financiero, los que más movilidad pueden otorgar.

Existe otra opción, que genera un problema más grave: la salida del ahorro hacia el exterior, que ha sido enorme durante muchos años (cuadro 5). Este ahorro tiene, a determinada tasa de interés, una devaluación requerida que la hace competitiva contra la tasa de interés ofrecida en Colombia y afectada con la retención que le permite pasar al exterior con toda tranquilidad, por el beneficio o el diferencial de tasas que se crea inmediatamente. Esto que sucede en el país desde el punto de vista de los pasivos, que hace que la gente se endeude en el exterior, está muy próximo a ocurrir con los activos, llevando a una curiosa situación, aquella en la que el alto margen de intermediación y el impuesto al ahorro hacen que tanto para el ahorrador como para el deudor el sector financiero externo sea más atractivo.

Si se toma una tasa del 30%, la devaluación requerida sería del 20%, con una inflación del 22%; es decir, todavía es tolerable una pequeña revaluación para pasarse al exterior. Esto no parece tan evidente en el corto plazo, pero en el largo plazo se va haciendo evidente, a medida que las cifras de la devaluación vayan creciendo con mayor facilidad.

Cuadro 5

Devaluación requerida

Prime rate (180 días)

8,25

R \$ Col

= Rendimiento en pesos colombianos

R US\$

= Rendimiento en dólares (Prime rate - 2)

Dev.

= Devaluación requerida

$$(1 + R \$ Col) = (1 + R US\$) * (1 + Dev.)$$

Tasa nominal (%)	Retención en la fuente (%)	Tasa nominal neta en pesos	Devaluación requerida (%)
25,0	1,75	23,25	16,00
26,0	1,82	24,18	16,88
27,0	1,89	25,11	17,75
28,0	1,96	26,04	18,63
29,0	2,03	26,97	19,50
30,0	2,10	27,90	20,38
31,0	2,17	28,83	21,25
32,0	2,24	29,76	22,13
33,0	2,31	30,69	23,00
34,0	2,38	31,62	23,88
35,0	2,45	32,55	24,75
36,0	2,52	33,48	25,63
37,0	2,59	34,41	26,50
38,0	2,66	35,34	27,38
39,0	2,73	36,27	28,25
40,0	2,80	37,20	29,13
41,0	2,87	38,13	30,00
42,0	2,94	39,06	30,88
43,0	3,01	39,99	31,76
44,0	3,08	40,92	32,63
45,0	3,15	41,85	32,63

Devaluación	6/03/97	Corrido del mes	1,57
Diaria	(0,40)	Corrido del año	5,78
Enero	6,53	Ultimos 90 días	6,62
Febrero	0,89	Ultimos doce meses	2,07

Fuente: *La República*, marzo 6 de 1996. Datos en porcentajes.

Lamentablemente para el país, el Estado depende en forma excesiva de la retención en la fuente para su caja y ésta, a su vez, tiene como componente en más de un 10% a los rendimientos financieros. Ello dificulta bastante la modificación de una estrategia tributaria mal estructurada por inequitativa e inconveniente para el país a largo plazo, ya que se convierte en un obstáculo para la acumulación del ahorro financiero que sufre, a más de ello, de serias variaciones en su rentabilidad real y en su riesgo. Por ello si el país insiste en gravar el ahorro, contra los parámetros internacionales, habrá que diseñar fórmulas de renta presuntiva sobre el capital basadas en rendimientos reales y no en una tasa fija irrecuperable, fundada en rendimientos nominales.

Si Colombia quiere incentivar verdaderamente el ahorro tendrá que darse cuenta de que uno de los primeros pasos es la modificación drástica o eliminación de este precioso barco que hemos diseñado con tanto cuidado, pero que no navega.

Luis Fernando Uribe Restrepo
Presidente de la Bolsa de Medellín

Introducción

En este artículo se expondrán los puntos de vista de la Bolsa de Medellín acerca de los nuevos mecanismos de retención en la fuente sobre títulos de renta fija. Estos comentarios, valga advertirlo, se formulan exclusivamente desde la perspectiva bursátil y, por lo tanto, no se ocupan de analizar lo que puede estar pasando en el mercado extrabursátil o de mostrador, aspecto éste que seguramente será objeto de análisis después.

Transcurridos dos meses y medio de aplicación del esquema de retención consagrada en los decretos 1960 y 2360 de 1996, en la Dian deben estar muy satisfechos con los recaudos por concepto de las retenciones en la fuente, originados tanto en las operaciones de bolsa como en las transacciones del mercado mostrador. Desde el punto de vista estrictamente fiscal, todo parece indicar que las medidas han sido eficaces en su propósito de poner fin a las prácticas elusivas que se habían generalizado de tiempo atrás en todo el mercado financiero.

Sin embargo, en la Bolsa de Medellín consideramos, con el debido respeto hacia las autoridades, que los mecanismos de retención que comenzaron a aplicarse en medio de un gran desorden y confusión a partir del 2 de enero del presente año, no sólo están causando un grave daño al mercado bursátil de renta fija, sino que, lo que es aún más preocupante, difícilmente podrán llegar a ser compatibles con la simplicidad y agilidad que debe rodear a las transacciones de valores en un mercado público.

El propósito de esta exposición consiste justamente en señalar, por una parte, los principales efectos que el nuevo esquema de retención en la fuente está produciendo sobre el mercado bursátil y, por la otra, en llamar la atención del gobierno respecto de la incompatibilidad estructural de carácter “congénito” entre la retención en la fuente en el mercado secundario y las características que debe tener el mercado bursátil, desde el punto de vista comercial y financiero.

Principales efectos de la retención en la fuente sobre el mercado bursátil

Impacto comercial

Las sociedades comisionistas de bolsa, con justa y explicable razón, se encuentran muy preocupadas ante el impacto comercial de las nuevas medidas, reflejado en la dramática caída de las transacciones de renta fija, y en la consecuente disminución de los ingresos percibidos por tal concepto.

Estas implicaciones comerciales de las nuevas medidas son serias, toda vez que afectan la rentabilidad de las firmas comisionistas y, de contera, los ingresos de las mismas bolsas. Creo no exagerar si digo que de prolongarse esta situación, se vería amenazada la supervivencia misma del sistema bursátil, al menos como hoy se conoce, pues de tiempo atrás las transacciones sobre títulos de renta fija han venido representando el 90% –e incluso más– del volumen total del mercado. Sin embargo no me detengo más en este punto, primero porque todavía confío en la capacidad de supervivencia de las sociedades comisionistas de bolsa, y segundo porque no deseo correr el riesgo de que estos comentarios terminen siendo descalificados, tildándolos de no ser nada más que la expresión del sentimiento de nostalgia que tienen las bolsas de valores por la pérdida del paraíso fiscal que de hecho existía antes de que entraran en vigencia las nuevas medidas. Lejos está de mi pensamiento el querer formular o siquiera insinuar aquí una invitación para que se regrese al pasado, pues estoy sinceramente convencido de que pagar impuestos, en un país como Colombia, no es solamente una obligación legal, sino también un deber ético, un imperativo moral de todos los ciudadanos de bien.

Impacto sobre el funcionamiento y la competitividad del mercado

Aparte del impacto comercial ya anotado, las medidas de retención están generando otros efectos inconvenientes sobre el mercado público de valores de renta fija, de los cuales quisiera destacar aquí, por su importancia, tres en particular, a saber: a) desinformación; b) segmentación del mercado; c) valores. A primera vista lo racional, lo conveniente para unos y otros, será realizar transacciones por cuenta propia en el mercado mostrador. Y digo "a primera vista" ya que, al menos en teoría, sería factible persuadir a los inversionistas para que continúen comprando y vendiendo valores a través de las firmas comisionistas, demostrándoles que la rentabilidad que han obtenido aun después de aplicar la retención en la fuente sigue siendo mejor que la que podrían haber alcanzado negociando por cuenta propia en el mercado mostrador. En la práctica, sin embargo, no resulta fácil hacer este ejercicio de comparación de rentabilidades.

Estas diferencias que de bulto se observan en la aplicación del esquema de retención, según se trate de operaciones en bolsa o por fuera de ella, están ahuyentando la clientela de las sociedades comisionistas. De hecho, la desbandada ha comenzado precisamente por las mismas entidades financieras, que han sido hasta ahora, de lejos, los principales clientes de las sociedades comisionistas de bolsa.

Problema estructural de las normas sobre retención en la fuente

Durante un buen tiempo, antes de que comenzaran a aplicarse los decretos sobre retención, y aun después, abrigué la esperanza de que el mercado bursátil lograra adaptarse a las nuevas reglas de juego. En los últimos días he cambiado radicalmente de criterio, hasta el punto de llegar a la triste conclusión de que los mecanismos de retención en el mercado secundario de las bolsas de valores tienen un defecto de fondo, un "pecado original" que difícilmente podrá corregirse, por más decretos que se saquen, y por mejor voluntad que tengan en el Ministerio de Hacienda.

El problema de fondo estriba, a mi juicio, en que con los nuevos mecanismos de retención en la fuente, la identidad fiscal del inversionista en bolsa –esto es, si se trata de un sujeto o no de retención– se ha convertido en un factor determinante de la negociación. Si se hace o no un negocio, y en caso afirmativo, a qué tasa, es un asunto que ha pasado a depender del estatus fiscal de quien desea vender un título, la condición fiscal del potencial comprador. Para las firmas comisionistas, la ejecución de cualquier operación en bolsa se ha convertido en un exigente y azaroso ejercicio intelectual, en donde en cuestión de segundos hay que auscultar en la pantalla la condición tributaria del oferente del respectivo título. En aras de la brevedad, queda para otra oportunidad el análisis de otras repercusiones de las medidas, por ejemplo, el incremento de las cargas operativas y de los costos de transacción, tema éste cuya importancia no puede subestimarse, habida cuenta de la estrecha relación que guarda con la competitividad y la eficiencia del sistema bursátil.

Desinformación

En teoría, uno de los insumos más valiosos de la negociación pública de títulos en la bolsa de valores es la formación de precios representativos de las fuerzas de la oferta y la demanda. Las normas sobre valoración de portafolios a precios de mercado se apoyan precisamente en esta consideración, es decir, que todos los activos financieros objeto de negociación pública deben valorarse al precio que el mercado esté dispuesto a pagar por ellos en un momento dado, y no a su costo de adquisición. En este sentido constituye una tarea fundamental de las bolsas de valores, tomando como base las tasas promedio de negociación de las diversas clases de títulos (índice de rentabilidad bursátil).

Las normas sobre retención en la fuente, tal como están concebidas actualmente, dificultan en gran medida el cabal desarrollo de esta función de las bolsas, pues dan lugar a que títulos con idénticas características (mismo emisor, plazo, rentabilidad) de hecho terminen negociándose, en una misma rueda, a tasas diferentes. Ello en razón de que en algunos casos las tasas incorporan un factor adicional de rentabilidad equivalente a la retención en la fuente que se debe practicar o trasladar, mientras que

en otros simplemente se muestra la tasa efectiva. En este sentido se han apreciado diferencias hasta de dos puntos y medio.

Una distorsión similar se presenta cuando inversionistas ofrecen en venta, no sujetos a retención (i.e. exentos), títulos con rendimientos anticipados, a los cuales, por consiguiente, no se les ha practicado retención. En estos eventos la retención la debe asumir el comprador sujeto a la misma, quien, por lo tanto, exigirá una tasa de rentabilidad superior al promedio del mercado. Se ha observado también que en algunos casos este aumento en la tasa efectiva de remate ha sido hasta de dos puntos.

Segmentación del mercado

Los mecanismos de retención en la fuente adolecen de un grave problema estructural, a saber: que no todos los inversionistas que participan en el mercado tienen el mismo estatus fiscal. En otras palabras, sucede que al mercado confluyen inversionistas sujetos a retención y otros que no lo están (exentos). Con el nuevo decreto, próximo a expedirse, los primeros se dividirán a su turno en dos subcategorías o grupos: autorretenedores, y los demás sujetos a retención.

La interacción entre estos dos grandes grupos de inversionistas es sumamente compleja, y está motivando frecuentes controversias y situaciones difíciles, cuando por error se trazan títulos sin tener en consideración el estatus fiscal de la contraparte. Un ejemplo elocuente de este fenómeno que bien podría calificarse como un “cortocircuito financiero” es lo que está sucediendo con los fondos de pensiones que, en su calidad de exentos, deben practicar retención en la fuente en la compra de un título con intereses vencidos (obviamente, si el vendedor es sujeto de retención), pero no se les puede aplicar retención, ni están dispuestos a reconocer en el precio la retención que tendrá que asumir el comprador correspondiente a los rendimientos anteriores no disfrutados.

Este tipo de dificultades está propiciando una inconveniente segmentación del mercado, en cuanto los sujetos a retención sólo están dispuestos a negociar con otros de su mismo estatus y, análogamente, los exentos sólo negocian con otros exentos.

La segmentación del mercado en función del estatus tributario de los inversionistas atenta contra una de las funciones más importantes que están llamadas a cumplir las bolsas de valores, cual es proveer liquidez, toda vez que limita el universo de potenciales demandantes de ciertos papeles.

Desestímulo del contrato de comisión para la compra y venta de valores

Los nuevos mecanismos de retención en la fuente están desestimulando la realización de las operaciones que han sido siempre tradicionales en las bolsas de valores, y que han constituido el núcleo (objeto social principal) de la actividad de las sociedades comisionistas de bolsa, cuales son las compras y ventas de valores por cuenta de terceros, en el marco jurídico del contrato de comisión.

Por una parte, es pertinente observar que por obra y gracia de un tecnicismo jurídico-tributario, en las operaciones bursátiles realizadas por cuenta de un tercero sujeto a retención, ésta se practica sobre la diferencia entre el valor nominal y el denominado "precio de registro". Dicho precio de registro, a su turno, es un precio "bruto", es decir, no tiene en consideración la comisión cobrada por el intermediario bursátil a su comitente; por consiguiente, desde la óptica del cliente se genera siempre un exceso de retención, pues ésta termina practicándose no sobre el rendimiento puro o neto que en últimas va a obtener (es decir, el precio de registro menos la comisión cobrada por el intermediario –en el caso de los comitentes vendedores–, o el susodicho precio más la respectiva comisión –tratándose de los comitentes compradores–), sino sobre el valor superior. En otras palabras, la base sobre la cual se calcula o liquida la retención en la fuente, o lo que es lo mismo, el ingreso nominal materia de gravamen, siempre será superior al rendimiento o utilidad efectivamente percibido por el inversionista. Esto es válido tanto cuando se practica la retención al comprador, como cuando se le practica al vendedor.

En contraste, este injusto tratamiento, por simple sustracción de materia (no hay lugar al pago de una comisión), no se presenta cuando el inversionista negocia títulos por cuenta propia en el mercado extrabursátil,

teniendo como contraparte la mesa de dinero de una entidad financiera o cualquier otro de los intermediarios que operan en dicho escenario.

Por su parte las sociedades comisionistas, al mirar este mismo fenómeno desde su propia perspectiva, afirman que las normas vigentes en la práctica están gravando las comisiones que cobran al público inversionista. La reglamentación conduce entonces a que las firmas comisionistas reciban una fuerte presión por parte de los comitentes para que reduzcan aún más sus ya irrisorias tarifas. A la postre, todo hace pensar que el mecanismo terminará induciendo a las firmas comisionistas a operar por cuenta propia, hipótesis en la cual se eliminan de tajo las complicaciones que se vienen comentando.

No obstante, de mantenerse el actual régimen, sus repercusiones sobre la competitividad del mercado bursátil serán demoledoras. Más temprano que tarde llegará un momento en que ni las firmas comisionistas, ni sus clientes, tendrán alicientes para seguir negociando títulos de renta fija a través de las bolsas, de repasar normas, de hacer cuentas sobre tasas antes y después de retención, sopesar si vale la pena o no pujar por el título, etcétera.

Todo esto es absolutamente incompatible con lo que es, o debe ser, un auténtico mercado público de valores. En una bolsa de valores, aquí o en cualquier otra parte del mundo, un papel debe tener una misma cotización o precio, independientemente de quiénes sean el vendedor y el comprador. La identidad del comitente, que sea o no contribuyente del impuesto de renta, debe ser de formación de precios en las bolsas. Los decretos de retención desde este punto de vista, y en contravía de las recomendaciones de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales en esta materia, están acabando con la escasa homogeneidad y fungibilidad que pudieran tener los títulos de renta fija en el mercado bursátil colombiano.

Es posible que las normas de retención sean toleradas y aplicables dentro del ámbito de una negociación privada, circunscrita a dos partes que se conocen y convienen directamente entre sí las condiciones del negocio. En tal escenario lo relativo a la retención no pasa de ser un dato o condición más de un acuerdo privado, pero trasladadas al mercado público de valores, las normas de retención irrumpen como un elemento extraño,

que hiere de muerte las funciones fundamentales que están llamadas a cumplir las bolsas: formación de combate, desde el punto de vista comercial, a las sociedades comisionistas que intermedian valores a través de bolsa.

En la Bolsa de Medellín se participa en el proceso de elaboración del nuevo decreto sobre retención. En principio se va a esperar un tiempo prudencial para evaluar sus resultados, pero si los hechos confirman los temores existentes sobre las fallas estructurales del mecanismo, no habrá otra alternativa distinta de enviar un urgente llamado de auxilio al gobierno y a la Superintendencia de Valores, para que recapaciten sobre el daño irreparable que las medidas sobre retención en la fuente están causando al mercado público de valores de renta fija. La solución es clara: que sea el gobierno el que cobre los impuestos consagrados en las leyes, y que las bolsas y las firmas comisionistas puedan concentrarse en lo que les corresponde: la negociación pública de valores, antes de que sea tarde.

Santiago Perdomo
Presidente del Banco Colpatria

Contexto de la retención sobre los rendimientos financieros

La historia empieza en 1983, cuando se impone la retención en la fuente sobre los rendimientos financieros, aunque no a todos los agentes. Los decretos 1960 y 2360 de 1996 pretendían incluir a los agentes que estaban por fuera del sistema: los establecimientos de crédito y los contribuyentes del régimen especial –que están definidos en el Estatuto–, y extender la retención a las negociaciones en bolsa.

Desde el punto de vista filosófico, es importante que exista transparencia en el mercado. No parecía justo que algunos agentes tuvieran retención y otros no; además, se había generado una distorsión en las transacciones bursátiles que protegió el negocio de la bolsa durante muchos años. Por su parte, el gobierno tiene la facultad de establecer, por medio de un decreto, las tarifas y las entidades sujetas a la retención en la fuente.

Cabe suponer que uno de los objetivos que perseguían estos decretos era aumentar los recaudos para aliviar el déficit fiscal. El Estado tiende a buscar mecanismos de fácil control, que no siempre son los más técnicos y adecuados, para recaudar más ágilmente los impuestos y para evitar las figuras de elusión tributaria, asegurando que se paguen y se registren las retenciones.

Los decretos 1960 y 2360 de 1996 han creado un caos en el mercado por la falta de mecanismos que garanticen el traspaso en el mercado secunda-

rio, al igual que por la inadecuación de algunas normas sobre la retención y la conexión con la retención en la fuente. Esta dificultad no existe para los tenedores, para los beneficiarios que poseen los títulos durante toda su vigencia. En mi opinión, esos decretos no habrían causado dificultades en un mercado donde los beneficiarios son los mismos desde el principio hasta el final. La complejidad y el problema obedecen a la movilidad que deben poseer estos títulos, aunque las entidades bancarias aún tienen ahorradores tradicionales, justamente aquellos que compran un título y lo mantienen de principio a fin.

La complejidad de los títulos está en los rendimientos, que deben ser correlativos a la retención en la fuente para los inversionistas que los mantienen durante parte del período de vigencia. Los decretos no eran claros y, por tanto, no permitían un manejo adecuado de la retención en la fuente para la transacción de esos títulos. Esto trajo como consecuencia una reducción de las operaciones del mercado bursátil y un manejo operativo dispendioso para los agentes profesionales: las bolsas, los corredores y los mismos inversionistas.

El proyecto de decreto contempla y corrige las distorsiones de los decretos anteriores. En su parte final dice: “este decreto deroga los decretos 1960 y 2360”, lo que resulta bastante acertado. Los dos decretos tenían 15 artículos y el texto final del nuevo decreto tiene 45 artículos. Hay que reconocer que se contó con la participación de los diferentes agentes y que se tuvieron en cuenta sus opiniones; se ha prestado atención a la situación de cada uno de los agentes y a los efectos adversos de los decretos anteriores para corregir las distorsiones que habían ocasionado.

El nuevo decreto impone la retención en la fuente a los establecimientos de crédito vigilados por la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, así como a los contribuyentes del régimen especial, extendiéndola a las negociaciones de las bolsas de valores.

La innovación más importante es la creación de la figura de autorretención sobre los rendimientos financieros para las entidades sometidas al control, inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores y de la Superintendencia Bancaria. Hay algunas entidades que están sometidas

al control de la Supervalores por haber emitido un título; sin embargo, no cumplen las condiciones de control, inspección y vigilancia.

En el mercado existen tres tipos de agentes: los autorretenedores sujetos al pago de impuesto de renta, los no autorretenedores sujetos al pago de impuesto de renta y los no autorretenedores no sujetos al pago de impuesto de renta. El proyecto de decreto considera la posibilidad de autorizar como autorretenedores a otras entidades, lo cual sería conveniente. Una sugerencia sería autorizar a los grandes contribuyentes.

En términos operativos se introduce un cambio fundamental que consiste en que los emisores no practicarán la retención en la fuente cuando el beneficiario sea un contribuyente al impuesto de renta; autorretenedor y no contribuyente. Los emisores sólo van a hacer la retención en el caso de que sean autorretenedores, o no contribuyentes, no autorretenedores.

El autorretenedor causa el ingreso –los intereses anticipados o vencidos– mensualmente, calcula la retención y la paga en las fechas estipuladas en el calendario tributario. Este cálculo se hace de manera lineal, no a precios de mercado ni de acuerdo con la Resolución 200 en el caso de las entidades vigiladas por las superintendencias. De modo que deben llevarse dos contabilidades: la contabilidad fiscal y la que corresponde a la valoración a precios de mercado, si es que pueden denominarse precios de mercado los que resultan de la Resolución 200, la cual debe corregirse.

Es poco práctico que no se haya unificado la valoración de la Resolución 200 en el caso de las entidades vigiladas y de las entidades sujetas al control de la Superintendencia. En el caso de los rendimientos, se mantiene la causación de línea recta, que es la que deben hacer los autorretenedores desde el punto de vista fiscal, aunque también existen la causación exponencial y la causación que incluye los ascensos y los descensos de precios, que corresponde a la valoración de mercado.

Como banquero, debo elogiar la norma que restaura la modalidad de los intereses vencidos en el país. ¿Por qué razón se cobran intereses anticipados? Hace varios años, en algún período de emergencia económica, el gobierno estableció un control administrativo sobre las tasas de interés y dispuso que los bancos no podían prestar a una tasa superior al 24%; sin

embargo, la disposición no era suficientemente clara y no especificaba si la tasa se calculaba en términos efectivos o nominales. De modo que los bancos empezaron a cobrar intereses anticipados, pues ésta era una forma de obtener un rendimiento efectivo mayor. Posteriormente, cuando se impuso la retención en la fuente y surgió la posibilidad de lavar la retención a través de operaciones con entidades no sujetas, era atractivo cobrar los intereses anticipados en la parte de la captación.

Colombia es uno de los pocos países donde se fijan intereses anticipados tanto en el activo como en el pasivo. En la parte del pasivo, los intereses anticipados son muy onerosos para los bancos porque reciben menos efectivo, pero los encajes corresponden al valor nominal del título. Para el ahorrador tradicional es muy conveniente que los intereses se pacten por períodos vencidos; además, la norma establece que el pago de la retención no es anticipado, que se puede descontar del impuesto y que puede ingresar físicamente al Estado en el período fiscal siguiente.

Es necesario comentar, también, el impacto sobre los portafolios de largo plazo, cuyos rendimientos contemplan pagos anticipados. En las diversas versiones del decreto se estipulaba que la autorretención sólo se hiciera en el caso de los períodos vencidos. Esa norma habría castigado fuertemente a los portafolios de largo plazo, que contemplan pagos de intereses por períodos anticipados, y afectaría sobre todo a los fondos de cesantías y pensiones, cuyos portafolios ascienden a uno \$1,8 billones. No todos los portafolios son de largo plazo, pero de todos modos se verían afectados.

Puede suceder que alguien sujeto al pago del impuesto de renta, pero que no es autorretenedor, pacte intereses vencidos, por ejemplo, de julio de 1997 a junio de 1998; esa persona puede entonces aplicar la retención correspondiente de julio a diciembre, aunque mantenga efectivamente el título durante todo el año y la retención se efectúe en 1998. Así, aplicaría la retención correspondiente entre julio y diciembre de 1997 y la descontaría de su impuesto de renta, aunque ingrese efectivamente al fisco en el momento del vencimiento; no sucede así en el caso de los intereses anticipados, porque anticiparía el pago y sólo podría aplicar la parte proporcional del año, de modo que el efecto de caja se presentaría en el momento de pagar o cuando le hagan la retención en la fuente, es decir, en el momento de la emisión del título. Este es un cambio fundamental, pues

en la medida en que los intereses del pasivo sean vencidos, nos acercamos hacia los intereses del activo en términos vencidos.

El decreto elimina la obligación de emitir certificados anuales de retención en la fuente para las declaraciones de renta y crea un mecanismo automático. Esta disposición facilita la operación de los emisores, que debían elaborar los certificados en los tres primeros meses de cada año para entregarlos a los clientes. No obstante, hay que recalcar la importancia de que los agentes recaudadores asuman que ya no es necesario adjuntar ese documento elaborado por cada banco, junto con diez sellos y diez firmas.

Transacciones entre los diversos tipos de agentes

1. *Entre un autorretenedor y otro autorretenedor o un no contribuyente.* La operación contemplada en el decreto es sencilla. La autorretención se causa y se liquida, y se paga mensualmente. Es una liquidación lineal. La operación se complica un poco con el ajuste al rendimiento verdadero, dando lugar al problema de la contabilidad lineal y la valoración de mercado antes mencionados. En cuanto a la transacción, las diferencias de la retención en la fuente se manejan en cuenta corriente y esto no parece ser sencillo.

Cuando hay autorretenedores, el emisor o el administrador de la emisión no hace retenciones. La autorretención se liquida cada mes o fracción de mes. El autorretenedor vende, ajusta y paga o deduce el precio, dependiendo de que los intereses sean vencidos o anticipados y el nuevo autorretenedor sigue el mismo proceso en cadena, a medida que el papel sigue rotando. El no contribuyente simplemente causa el ingreso.

2. *Entre contribuyentes no autorretenedores y contribuyentes no autorretenedores.* El emisor debe hacer la retención en el momento del pago efectivo de los rendimientos. Si son anticipados, debe hacerla en el momento de la emisión; si son vencidos, debe efectuarla en el momento de la redención. En lo que respecta al mercado secundario, se presenta el caso de los anticipos o descuentos, donde debe hacerse el

traslado al comprador junto con el precio del rendimiento no imputable al vendedor, al enajenante, y el comprador debe entregar al vendedor el valor correspondiente a la retención de los rendimientos futuros o del resto del período.

En caso de que haya una venta con pérdida sobre la inversión, por ejemplo, de un título que se compra trimestre anticipado con un valor de \$100 y entrego \$91, pero el comprador tiene que salir a quemarlo y lo vende en \$90, quien lo adquiere por ese precio tiene una ganancia adicional. El que quema el título pierde dinero y entiendo que el vendedor tendría que consignar una retención adicional. ¿Estos casos se consideran excepcionales?

En cuanto a los rendimientos vencidos, el emisor hace la retención al final del período, cuando paga los rendimientos y redime el título. En los traspasos intermedios, el vendedor traslada el valor de la retención del período del título a quien lo compra, porque como la retención se hace al final, es necesario acumularla. Aquí surge otra pregunta fundamental: ¿qué se debe hacer cuando el interés es vencido? Se paga por períodos vencidos a una tasa determinable pero no conocida. Hay muy pocos títulos en el mercado con esta característica, pero existen algunos. Hay bonos pactados a una tasa DTF+2 correspondiente al momento del vencimiento. De modo que no se conoce el DTF de la fecha de vencimiento, a un año, por ejemplo. ¿Cómo se hacen las retenciones de todo el movimiento? ¿Cómo puede hacerla el autorretenedor si no conoce cuál va a ser el DTF al vencimiento? También resulta complicado el manejo de los TES, que van a tener una inflación futura. Parece más preocupante el caso de los TES que el de los títulos, porque el mercado no se vería muy atraído por unos títulos de tasa determinable pero no conocida.

3. *Entre contribuyentes autorretenedores y no autorretenedores.* El decreto es claro en este caso, porque define cada una de las posibles situaciones que pueden presentarse. El autorretenedor hace su retención mensual durante el período que mantenga el título y, en el momento de vender a un no autorretenedor, realiza la retención por el resto del período. Si vende a un autorretenedor o a un no autorretenedor se presentaría un caso que ya se comentó con anterioridad.

Finalmente, hay que decir que aunque el decreto simplifica la expedición de las constancias, el sistema aún no es muy operativo.

Conclusiones

- En el caso de las entidades vigiladas, debería buscarse la unificación de la causación fiscal y de la causación contable para llegar al verdadero precio de mercado. Ese sería el método más técnico para hacer la retención.
- Debería autorizarse un número mayor de autorretenedores y sugiero que se autorice a los grandes contribuyentes. En la medida en que haya más autorretenedores, menos complejo será el mecanismo de autorretención.
- La falta de claridad y los complejos mecanismos de los decretos anteriores deprimieron el mercado secundario y distorsionaron los precios. Esto es preocupante, aún más en una economía como la colombiana. Ojalá que el nuevo decreto, pese a su extensión, corrija buena parte de esas distorsiones.
- Sería interesante conocer las cifras de los recaudos durante los meses en que han operando los decretos 1960 y 2360, así como el presupuesto de recaudo adicional. Por retención en la fuente sobre rendimientos financieros, el recaudo fiscal es del orden de \$20.000 millones mensuales. Una cifra de \$240.000 millones al año no es muy significativa. De modo que ese mecanismo es más útil para controlar otro tipo de actividades y de evasión en materia de rendimientos que para aumentar el recaudo fiscal. Sería interesante conocer y evaluar la relación costo/beneficio de la retención.
- El mecanismo aprobado debe incentivar al mercado para que exija que los rendimientos se paguen por períodos vencidos, una modalidad que tiene que ser favorecida por los intermediarios financieros, y para que las colocaciones la adopten en la misma modalidad. Esto sería para el mercado financiero colombiano.

- El hecho de que todos los agentes sean sujetos a retención en la fuente produce un mercado más transparente. Los decretos anteriores habían dejado por fuera algunos agentes y el mismo mecanismo de la bolsa llevaba a que el mercado no fuera transparente. El nuevo decreto evita la elusión y la evasión fiscal, medida digna de elogios.
- No es muy práctico exigir una constancia adjunta al título, pues no parece necesario que haya que colgarle un papel a otro para que pueda circular.
- En los ejercicios que se han realizado hasta ahora se observa la consistencia del proyecto de decreto, excepto en lo que se refiere a la tasa vencida no conocida y determinable en el futuro.
- Las bolsas pueden contribuir a crear los mecanismos para dar más claridad al mercado en la liquidación de la retención y al mecanismo del decreto que hoy se anunció.

149

Este libro se terminó de imprimir
en el taller de artes gráficas
de la Asobancaria en julio de 1997
Santafé de Bogotá, D.C., Colombia