



8 de noviembre de 2011

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

El mercado monetario en Colombia

Resumen. El mercado monetario es uno de los componentes del sistema financiero. Dentro de los beneficios que otorga se destaca la obtención de recursos a costos y con niveles de riesgo relativamente bajos. Allí los intermediarios financieros pueden negociar sus excesos o defectos de liquidez en plazos considerablemente cortos. Por todo lo anterior, comparado con el de deuda pública local, se puede describir como un mercado de liquidez de primer escalón, por lo que el banco central puede regular y administrar desde allí la liquidez de la economía, como una herramienta de política monetaria, tanto desde el lado de la cantidad de dinero como desde el lado del precio.

Sin embargo, en Colombia hay muchos indicios de que su funcionamiento no es eficiente. De una parte, hay señales de que las entidades deficitarias en liquidez tienden a acudir más al Banco de la República que a las entidades superavitarias para satisfacer sus necesidades. De esta manera, el emisor termina convertido en un intermediario de operaciones que deberían ocurrir directamente entre las entidades superavitarias y deficitarias en liquidez. Esto ha reducido de forma importante los cupos de contraparte entre entidades financieras, ya que es muy difícil competir contra el Banco, el cual da y recibe recursos con cero riesgo y a la tasa de política monetaria, que por naturaleza es la más baja para conseguir recursos.

Así mismo, se ha identificado un serio problema en la formación de precios, porque no siempre reflejan adecuadamente las condiciones del mercado. Pero más allá de no revelar información, el problema se encuentra en que no hay una curva de referencia de tasas de interés para el corto plazo. Los indicadores naturales del mercado monetario –Tasa Interbancaria (TIB), el Indicador Bancario de Referencia (IBR) y las tasas de negociación de los repos, simultáneas y TTV –no tienen la capacidad de reflejar el costo de los recursos hasta un año. El IBR hasta el momento cuenta con dos puntos, el diario u *overnight* y el mensual, pero si el corto plazo se considera hasta un año, entonces hay un potencial de mercado muy grande que hay que explotar y por ende se está incurriendo en un costo de oportunidad bastante alto en los plazos en los cuales no hay referencia.

A lo anterior se debe añadir una serie de distorsiones que han hecho que los agentes se encuentran en un círculo vicioso que no les da razones para operar en ese mercado, ni correr riesgos allí. Es por eso que creemos que hay grandes problemas de incentivos. Se debe trabajar desde el mercado y el gobierno por generarlos, es decir, imprimir un shock de eficiencia suficientemente atractivo que borre completamente la percepción de inutilidad de este mercado

Para suscribirse a Semana Económica
por favor envíe un correo electrónico a
ameija@asobancaria.com o visítenos en
<http://www.asobancaria.com>

El mercado monetario en Colombia

Daniel Castellanos En esta Semana Económica queremos estudiar el desarrollo del mercado monetario, en el cual se transan al por mayor “obligaciones de deuda de bajo riesgo, altamente líquidas y de corto plazo” (Santomero y Babbel, 2001, p. 226). Este mercado sirve como el canal primario de la política monetaria, como abastecedor de liquidez para los establecimientos de crédito y como determinador de las tasas de interés de corto plazo, sobre las cuales se construye la curva de tasas de plazo más largo. Lamentablemente, hay muchos indicios de que en Colombia su funcionamiento no es eficiente.

Ana Milena Lizarazo

Andrés Camilo Castro

Para evaluar su desarrollo se realizó una encuesta entre las entidades que conforman el Comité de Asuntos Financieros de Asobancaria, que indagó sobre sus principales características y condiciones. De las respuestas se obtuvo un diagnóstico que permite conocer sus principales debilidades y algunas señales de hacia dónde se deben dirigir los esfuerzos tanto institucionales como gubernamentales en esta materia.

El funcionamiento de un mercado monetario

El mercado monetario es uno de los componentes del sistema financiero (ver cuadro 1). Tal como el sistema financiero mismo, puede estar compuesto por varios mercados, y puede tener mercados primarios y secundarios de deuda. Por lo general este mercado agrupa un conjunto de instrumentos financieros con plazos inferiores a un año, emitidos por distintos agentes (gobiernos, bancos centrales o intermediarios financieros) dependiendo de sus necesidades de financiación. Los principales instrumentos son títulos de deuda pública de corto plazo,¹ certificados de depósito² y préstamos interbancarios³ (Uribe, 2004).⁴

En términos generales, los instrumentos allí negociados tienen máximo un año de plazo, pero con frecuencia tienen plazos mucho más cortos. Allí se determinan las tasas

¹ Títulos emitidos por los gobiernos a plazos menores a un año. En Colombia existen los TCO que son TES con plazos entre los 90 y 180 días. En Estados Unidos los *Treasury Bills* (T-Bills) de corto plazo van hasta 360 días.

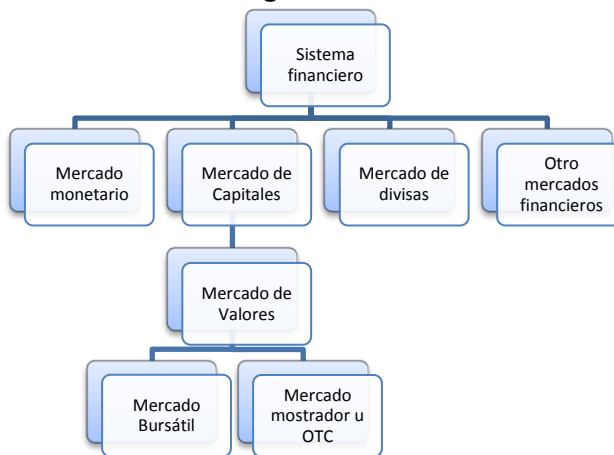
² Títulos emitidos por establecimientos de crédito para la consecución de recursos a plazos inferiores a un año. En Colombia la tasa de interés promedio de este tipo de depósitos a 90 días es la DTF. En Estados Unidos y Europa, la mayoría de estos instrumentos se encuentran indexados a tasas como la Libor o Euribor, entre otras. En la mayor parte de los casos, las tasas de estos títulos son mayores a las de la deuda pública debido a la mayor percepción de riesgo que generan las instituciones financieras.

³ Son préstamos que realizan entre sí las entidades financieras, particularmente los bancos, para fondear sus tesorías. El plazo generalmente es de un día. Normalmente los recursos se transan sin respaldo y están circunscritos a bancos con muy bajo riesgo crediticio. En Colombia, la tasa de interés promedio de estos préstamos es conocida como la tasa interbancaria (TIB), mientras que en Estados Unidos se conoce como la tasa Prime. La TIB hace referencia a una tasa de interés a la cual los intermediarios financieros se prestan fondos entre sí por un día (préstamos overnight). Los préstamos entre las entidades son no colateralizados por lo que la tasa refleja el riesgo crediticio asociado con las contrapartes involucradas en las operaciones. Extraído del texto original que se encuentra en la siguiente dirección http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_tas_interban.htm#_ftn2.

⁴ Uribe, Jose Darío. “El mercado monetario en Colombia”. Nota Editorial. Banco de la República. Mayo 2004.

de interés de corto plazo. La formación eficiente de estas tasas es fundamental para la adecuada formación de precios en el resto del sistema financiero.

Cuadro 1. Estructura general del sistema financiero



Fuente: Mauricio Cárdenas (2007), *Introducción a la economía colombiana*.

La mayor parte de los instrumentos es negociada mediante “operaciones especiales”, las cuales permiten el intercambio de títulos por dinero o viceversa. Es posible realizar repos (*repurchase agreements*), simultáneas (*buy sell backs*) y transferencias temporales de valores, que en algunos mercados se conocen como préstamos de títulos.

El principio fundamental de estas operaciones consiste en que un agente (prestatario) recibe temporalmente el dinero o un determinado título, y otro agente (prestamista) obtiene una rentabilidad. Como respaldo de la operación, el prestamista recibe títulos o dinero, mitigando el riesgo de contraparte.⁵ Todas estas operaciones se pactan a plazos muy cortos, por lo general a 1, 7 y 15 días.

Dentro de los beneficios que otorga este mercado al sistema financiero se destaca la obtención de recursos a costos y con niveles de riesgo relativamente bajos. Allí los intermediarios financieros pueden negociar sus excesos o defectos de liquidez en plazos considerablemente cortos. Por todo lo anterior, comparado con el de deuda pública local, se puede describir como un mercado de liquidez de primer escalón, por lo que el banco central puede regular y administrar desde allí la liquidez de la economía, como una herramienta de política monetaria, tanto desde el lado de la cantidad de dinero como desde el lado del precio (la tasa de interés).⁶

⁵ Operativamente, los repos y las simultáneas son similares. Sin embargo, en estas últimas los bonos que se entregan como garantía no son inmovilizados. Por esta razón, el prestamista puede disponer de ellos para negociarlos en el mercado secundario durante la vigencia de la operación. En la transferencia temporal de valores se intercambian títulos y dinero, donde éste último sirve de respaldo.

⁶ El Banco Central juega un papel muy importante en el mercado monetario, debido a sus funciones como banquero de bancos y prestamista de última instancia. Esto le asigna la tarea de otorgar la liquidez inicial al conjunto de la economía. De esta manera, el Banco de la República abre unos cupos de liquidez para los establecimientos de crédito que pueden acceder al Banco, y ellos irrigan la liquidez al resto de la economía en forma de crédito. El Banco de la República puede expandir o contraer la cantidad de dinero mediante la realización de operaciones de mercado abierto (OMA), tanto transitorias como permanentes, y apoyos

Los problemas del mercado monetario local

En Colombia hay serios indicios de que el mercado monetario no funciona de forma eficiente. De una parte, hay señales de que las entidades deficitarias en liquidez tienden a acudir más al Banco de la República que a las entidades superavitarias para satisfacer sus necesidades. De esta manera, el Banco de la República termina convertido en un intermediario de operaciones que deberían ocurrir directamente entre las entidades superavitarias y deficitarias en liquidez. A esto se le debe sumar el hecho de que el emisor irriga su liquidez a todo el mercado sin discriminación, es decir a bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías y comisionistas de bolsa. Lo anterior ha logrado que los establecimientos de crédito pierdan la capacidad de intermediar tales recursos, entre ellos y con el resto del sector financiero, de manera que el Banco de la República se ha convertido en prestamista de primera y última instancia de todos los actores. Esto ha reducido de forma importante los cupos de contraparte entre entidades financieras, ya que es muy difícil competir contra el Banco, el cual da y recibe recursos con cero riesgo y a la tasa de política monetaria, que por naturaleza es la más baja para conseguir recursos.

Por otro lado, existe un serio problema en la formación de precios en ese mercado, porque no siempre reflejan adecuadamente las condiciones del mercado, y esto, como se mostrará más adelante, ha llevado a que el mercado solo desarrolle operaciones en los plazos en los que existen precios de referencia.

Las distorsiones del mercado local

En el interés por conocer e identificar las principales distorsiones del mercado monetario en el país, Asobancaria realizó una encuesta a 22 entidades agremiadas, pertenecientes al Comité de Asuntos Financieros, de las cuales se recibieron 18 respuestas. A continuación se muestran aquellos resultados que dan una pista de las distorsiones que alejan al mercado monetario local de un funcionamiento ideal como el que se mostró en la primera sección de esta Semana Económica.

Una primera distorsión de este mercado es su falta de protagonismo. Al preguntarle a los bancos si creía que el mercado monetario incentivaba el desarrollo del mercado de capitales, el empate entre mucho, medianamente y nada (gráfico 1), casi que obliga a una lectura de que los agentes no están realmente convencidos de la importancia de este mercado como primer escalón para la obtención de recursos y como generador de

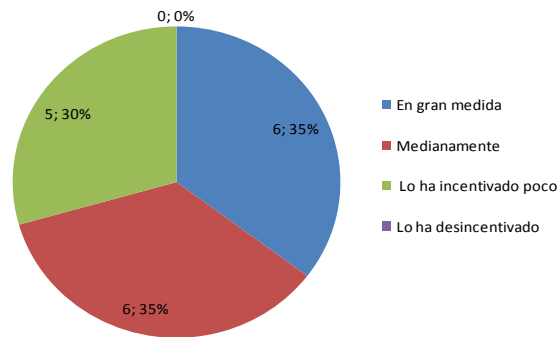
transitorios de liquidez, entre otros. Si los establecimientos de créditos tienen excesos de liquidez, pueden depositarlos, usualmente en la forma de encajes, en el Banco.

Así, a partir del Banco de la República comienza un proceso de irrigación de la liquidez, en la forma de círculos concéntricos, que tiene dos dimensiones. La primera es de carácter institucional. El Banco le otorga liquidez solo a un tipo especializado de instituciones, establecimientos de crédito autorizados para acceder al banco central. Éstos distribuyen la liquidez a otras entidades financieras y, en últimas, a través del sistema financiero, a las entidades del sector real. La segunda dimensión es de plazos. La liquidez inicialmente se otorga a plazos muy cortos, pero, en la medida en que las entidades financieras van teniendo acceso a ella, la van convirtiendo en financiación de más largo plazo.

precios del dinero en el corto plazo, que como se dijo antes es fundamental para la adecuada formación de precios en el resto del sistema financiero.

Gráfico 1

¿Cree que el mercado monetario ha incentivado el desarrollo del mercado de capitales?

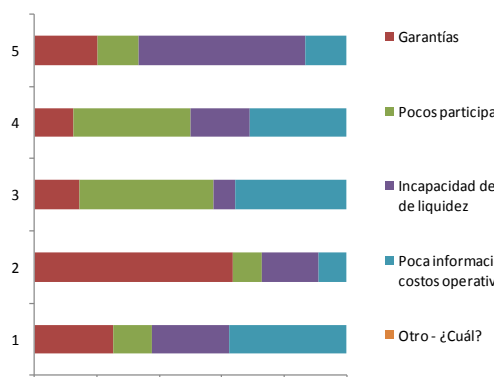


Fuente: Asobancaria

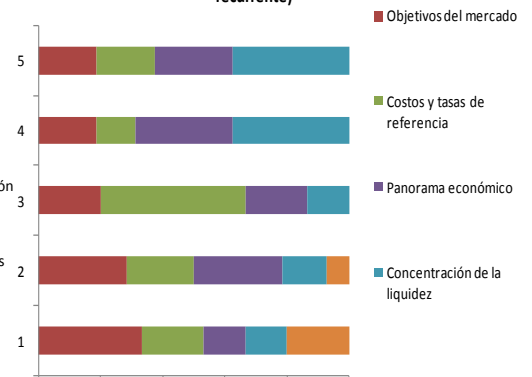
Una segunda distorsión que ratifica y justifica la falta de protagonismo, es lo que los bancos han identificado como la característica más costosa del mercado monetario: la incapacidad de transmisión de liquidez, es decir, este mercado es incapaz de cumplir con su objetivo natural. A pesar de que en el mercado se reúnen agentes con excesos y déficit de liquidez, no hay transmisión de recursos entre unos y otros. La segunda característica más costosa, y por ende una tercera distorsión, es que hay pocos participantes, esto no se trata de que haya un número reducido de bancos, sino que el número de entidades dispuestas a correr riesgos en este mercado es realmente bajo (gráfico 2, panel izquierdo), de allí el reducido tamaño de los cupos de crédito.

Gráfico 2

¿Cuál cree usted que es la característica más costosa del mercado monetario? ? De 1 a 5 (Siendo 5 la más recurrente)



¿Qué factores han cambiado la disponibilidad de créditos interbancarios en el mercado? ? De 1 a 5 (Siendo 5 la más recurrente)



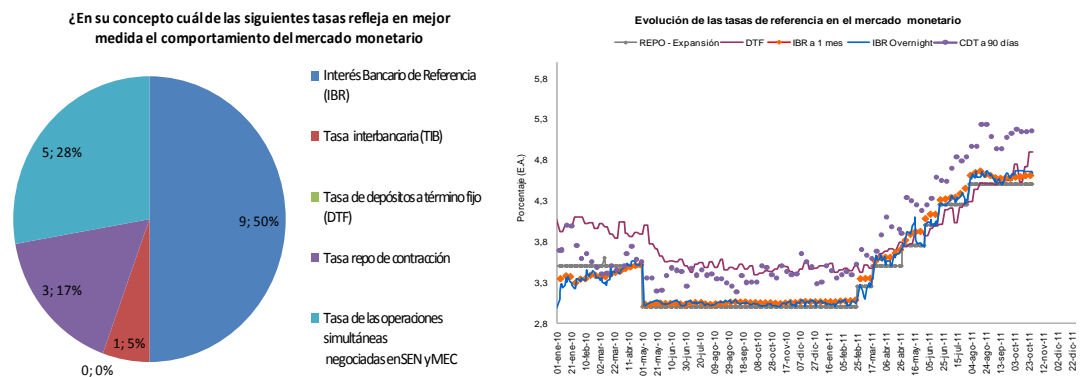
Fuente: Asobancaria

Entre las razones que dan los bancos para explicar las anteriores distorsiones están la concentración de la liquidez y el panorama económico (gráfico 2, panel derecho), eso se traduce en más de lo mismo, la primera tiene que ver de nuevo con pocos participantes y la segunda con desconfianza. A esta altura del análisis es como si se hubiera llegado a un círculo vicioso, es decir, como hay una percepción de que el

mercado no transmite liquidez, entonces los bancos no acuden a él; como no hay movilidad de recursos entre ellos hay concentración de dinero y cupos de créditos pequeños, por ende volvemos a llegar al principio: el mercado es incapaz de transmitir liquidez.

Por otra parte, la tercera razón más votada, por la cual el mercado no funciona bien, son los costos y tasas de referencia. Como lo habíamos dicho anteriormente la formación de precios es un problema de este mercado. Más allá de no revelar información, el problema se encuentra en que no hay una curva de referencia de tasas de interés para el corto plazo. Los indicadores naturales del mercado monetario son la Tasa Interbancaria (TIB), el Indicador Bancario de Referencia (IBR) y las tasas de negociación de los repos, simultáneas y TTV. Sin embargo, ninguno de ellos tiene la capacidad de reflejar el costo de los recursos hasta un año. Aún así, el IBR ha ganado un terreno importante como el indicador del comportamiento de este mercado y como transmisor de la política monetaria, según lo manifestado por los bancos (gráfico 3).

Gráfico 3

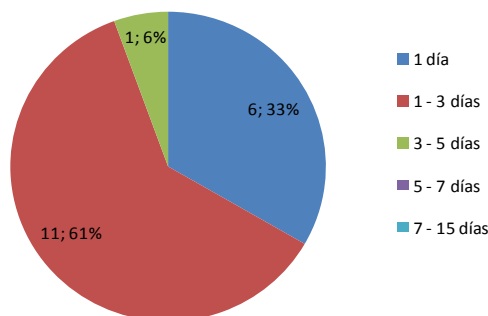


Fuente: Asobancaria y Banco de la República

Aún así el mercado todavía se queda corto de referencias. El IBR hasta el momento cuenta con dos puntos, el diario u overnight y el mensual, pero si el corto plazo se considera hasta un año, eso quiere decir que hay un potencial de mercado muy grande que hay que explotar y por ende se está incurriendo en un costo de oportunidad bastante alto en los plazos sobre los cuales no hay referencia. Una evidencia de esto es que hay una concentración del tiempo promedio que duran las operaciones en el cortísimo plazo, entre 1 y 3 días (gráfico 4).

Gráfico 4

¿Cuál es el plazo promedio de las operaciones celebradas?

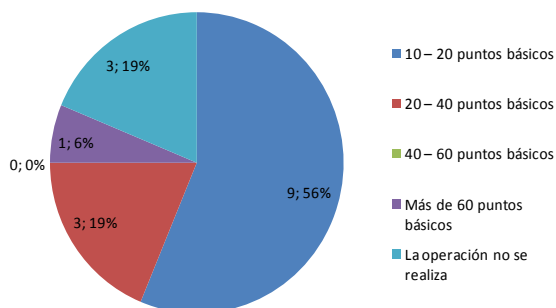


Fuente: Asobancaria

Por último, existe otra gran distorsión que se encuentra en manos del gobierno eliminar y es el Gravamen a los Movimientos Financieros. Este impuesto aumenta el precio de las operaciones en aproximadamente 10 o 20 puntos básicos, agravando aún más los problemas del mercado. A pesar de que no es la respuesta más votada, encontrar que hay agentes que están dispuestos a no realizar las operaciones debido al impuesto, es una razón más para considerarlo como el gravamen más perverso de la economía y atenta directamente contra el desarrollo del sistema financiero, afectando absolutamente todos sus mercados (monetario, de capitales, divisas, entre otros).

Gráfico 5

¿Qué tanto se incrementa la tasa de negociación de sus operaciones en el mercado monetario por distorsiones como el 4xmil o por los costos de administración del sistema?



Fuente: Asobancaria

Consideraciones finales

Comparando el funcionamiento del mercado monetario local con la teoría, la conclusión automática es que Colombia está muy lejos de llegar a ese nivel y por el contrario sobresalen las grandes distorsiones e incentivos perversos, logrando desdibujar en los establecimientos de crédito la importancia de este mercado en la formación de precios y la consecuente transmisión al resto de la economía.

Tal y como se vio en los resultados de la encuesta, el problema del mercado es tan serio que los agentes se encuentran en un círculo vicioso que no les da razones para operar en ese mercado, ni correr riesgos allí. Es por eso que creemos que hay grandes problemas de incentivos. Se debe trabajar desde el mercado y el gobierno por generarlos, es decir, imprimir un shock de eficiencia suficientemente atractivo que borre completamente la percepción de inutilidad de este mercado. Para esto creemos que es necesario sentarse con los agentes y estudiar cuales espacios están dados para generar tales incentivos.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2008	2009	2010					2011				2012	
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (USD B)	214,4	248,8	69	71	76	74	286	77,8	85,5	...	...	...	...
PIB Nominal (COP MM)	481	509	133	137	136	142	548	146,1	152,2	...	...	...	...
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	3,5	1,5	3,7	4,7	3,4	5,4	4,3	4,7	5,2	5,9	4,2	5,0	4,8
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	7,7	2,0	1,8	2,3	2,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,7	3,2	3,2	3,3
Inflación básica (% Var. Interanual)	5,9	2,7	2,3	2,2	2,3	2,6	2,6	2,8	3,1	3,0	3,0	3,0	2,7
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2244	2044	1929	1916	1800	1914	1914	1879	1780	1915	...	1800	1750
Tipo de cambio (Var. % interanual)	11,4	-8,9	(24,7)	-11,2	-6,4	-6,4	-6,4	-2,5	-7,1	6,4	...	-6,0	-2,8
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,2	-2,0	-1,8	-2,0	-4,5	-3,8	-3,1	-2,5	-3,0	...	...	-3,4	.....
Cuenta corriente (USD mmM)	-6,8	-5,0	-1,2	-1,4	-3,4	-2,8	-8,9	-1,9	-2,6	...	...	11,4	.....
Balanza comercial (USD mmM)	0,8	2,1	0,9	1,2	-0,4	0,2	2,0	1,2	1,3	...	...	4,0	.....
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	37,1	32,6	9,1	10,0	9,7	10,8	39,5	12,5	14,1	...	...	53,0	.....
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	36,3	30,5	8,1	8,8	10,1	10,5	37,5	11,3	12,8	...	...	49,0	.....
Servicios (neto)	-3,1	-2,8	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-3,5	-0,9	-1,0	...	...	-4,1	.....
Renta de los factores	-10,2	-9,3	-2,6	-3,0	-3,2	-3,2	-11,9	-3,3	-4,0	...	...	-15,9	.....
Transferencias corrientes (neto)	5,5	4,6	0,9	1,1	1,1	1,3	4,5	1,1	1,1	...	...	4,6	.....
Inversión extranjera directa (USD mmM)	10,6	7,1	1,7	1,9	2,1	1,2	6,9	3,6	3,4	...	...	7,7	.....
Sector Público													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0,9	-1,1	...	...	...	...	-1,1	...	...	...	...	-1,0	-0,6
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-2,3	-4,1	0,1	-0,9	-1,1	-1,9	-3,8	0,6	...	...	...	-4,0	-3,5
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	3,5	0,9	...	...	...	...	0,1	...	...	...	...	0,1	1,3
Bal. del SPNF (% del PIB)	-0,1	-2,4	0,2	0,0	0,0	-3,3	-3,1	...	...	...	...	-3,5	-2,3
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	19,0	22,7	18,7	19,3	21,5	22,5	22,5	20,3	25,0	...	...	23,5	24,2
Pública (% del PIB)	12,0	15,7	12,7	13,1	13,4	13,7	13,7	11,9	13,0	...	...	13,8	13,9
Privada (% del PIB)	6,9	7,0	6,0	6,2	8,1	8,8	8,8	8,4	12,0	...	...	9,7	10,2
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36,2	37,7	36,3	36,5	36,0	38,5	38,8	39,6	...	...	...	37,6	37,5

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.

Colombia. Estados financieros*

	sep-11 (a)	ago-11	sep-10 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	283.459	278.200	227.893	19,9%
Disponible	16.178	16.040	14.800	5,4%
Inversiones	57.457	57.440	48.536	14,1%
Cartera Neta	181.699	177.931	142.479	22,9%
Consumo Bruta	53.327	52.393	40.105	28,2%
Comercial Bruta	117.024	114.363	93.431	20,7%
Vivienda Bruta	14.494	14.364	12.424	12,5%
Microcrédito Bruta	5.233	5.113	3.787	33,2%
Provisiones**	8.380	8.302	7.269	11,1%
Consumo	3.104	3.059	2.598	15,1%
Comercial	4.624	4.587	4.147	7,5%
Vivienda	410	410	383	3,3%
Microcrédito	243	246	140	67,1%
Otros	28.125	26.790	22.079	22,8%
Pasivo	246.405	241.363	197.484	20,3%
Depósitos y Exigibilidades	174.779	176.687	148.450	13,5%
Cuentas de Ahorro	87.718	90.574	70.921	19,2%
CDT	49.469	48.453	45.220	5,5%
Cuentas Corrientes	31.307	31.634	26.600	13,5%
Otros	6.285	6.026	5.708	6,1%
Otros pasivos	71.626	64.676	49.034	40,8%
Patrimonio	37.053	36.837	30.410	17,5%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	4.386	3.787	3.838	10,2%
Ingresos por intereses	14.715	12.743	12.287	15,4%
Gastos por intereses	4.936	2.759	3.926	21,2%
Margen neto de Intereses	9.761	8.591	8.348	12,7%
Ingresos netos diferentes de Intereses	6.563	5.715	5.822	8,7%
Margen Financiero Bruto	16.324	14.306	14.170	11,1%
Costos Administrativos	7.921	7.004	6.681	14,3%
Provisiones Netas de Recuperación	1.544	1.316	1.518	-2,0%
Margen Operacional	6.859	5.986	5.971	10,7%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2,78	2,78	3,31	-0,53
Consumo	4,46	4,44	5,12	-0,65
Comercial	1,94	1,94	2,42	-0,48
Vivienda	2,77	2,83	3,61	-0,83
Microcrédito	4,43	4,60	5,28	-0,85
Cubrimiento**	162,95	164,50	122,56	40,39
Consumo	130,38	131,59	126,62	3,76
Comercial	203,75	206,71	183,71	20,04
Vivienda	102,03	101,13	85,53	16,50
Microcrédito	104,74	104,55	70,00	34,74
ROA	2,07%	2,02%	2,22%	-0,2%
ROE	15,75%	15,37%	17,14%	-1,4%
Solvencia	n.d.	14,39%	14,85%	n.d.

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida / Cartera Bruta.

*Datos mensuales a septiembre de 2011 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.