

**El Informe del Banco Central:
EL SONIDO DEL SILENCIO**

Resulta sorprendente, por decir lo menos, el poco eco que produce el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso; al parecer, como muchas otras cosas en nuestro país, éste se ve como un formalismo más y sin la menor trascendencia política y técnica. A veces, con mente afiebrada, pensamos que existe un acuerdo tácito: Es mejor pasar agachados frente a la opinión pública.

Esperábamos que hubiera una gran expectativa y que surgiera un amplio debate en torno al Informe que la Junta tenía que presentar al Congreso en marzo, conforme al mandato de la Ley 31 de 1992.

En esta ocasión diversos factores alimentaban tal posibilidad: se esperaba la explicación oficial de la autoridad monetaria sobre el fracaso en el logro de la meta de inflación; el Informe debería contener un análisis de costo-beneficio de la política antiinflacionaria, en términos de los altos costos que debe enfrentar una economía pobre, sin redes de seguridad social para los más pobres y en un ambiente de guerra, antes de obtener los beneficios de la desinflación; también debería contener su particular interpretación sobre el origen del problema de acumulación de reservas internacionales y del vertiginoso incremento de los registros de deuda externa privada.

Puede parecer increíble... pero ninguna de esas inquietudes tiene respuesta en el Informe de la Junta.

Inflación: ¡que viva la aritmética!

El fracaso en la meta de inflación es despachado por la tradicional vía de encontrar las excusas y los culpables.

La excusa sigue siendo el rezago: "La razón es que la política es efectiva con un cierto rezago, cuya duración no es estable a través del tiempo" (p. 21).

Los culpables son los precios administrados o controlados por el Estado y los precios de la educación, del transporte y de algunos componentes del rubro de vivienda.

Lo que no se encuentra por ninguna parte del Informe es una explicación sobre la falla del canal de transmisión de la política monetaria.

En teoría, la política de altas tasas de interés y de contracción monetaria debe dar lugar a un freno de la demanda agregada que propicie la caída de la inflación. En nuestro caso, la autoridad monetaria inició su política desde finales del primer trimestre de 1994 y precisamente en el año en que más se ha deteriorado la dinámica de la demanda agregada (1996), el resultado de la inflación se alejó más de la meta.

Las fuertes inercias inflacionarias impiden el funcionamiento efectivo del modelo teórico; la Junta del Banco lo reconoce desde la introducción de su último Informe; sin embargo, no hay explicacio-

nes precisas sobre cómo la inercia produjo la desviación respecto a la meta del 17%.

La Asobancaria cree firmemente que se alcanzará la meta de inflación de 1997; es más, lo difícil es no alcanzarla. Sin embargo, surgen interrogantes sobre los cuales el Informe de la Junta debería haber dado luces: ¿Será sostenible el nivel de inflación que se logre este año? ¿Acaso han desaparecido los factores de la inercia?

¿Cuánta recesión?

Hay que aceptar que la Junta Directiva del Banco de la República ha hecho una gran concesión en el Informe al Congreso: reconoce que su política de ajuste ha sido demasiado severa; al referirse a la baja demanda de medios de pago, el emisor explica: "...Este fenómeno se originó en la desaceleración de la demanda interna, en mayor grado de lo que se había contemplado en el momento de la revisión de la política monetaria a mediados del año..." (p.10).

El reconocimiento del sobreajuste llevó a la autoridad monetaria a pensar que más de dos años de política de altas tasas de interés, sin resultados satisfactorios en materia de inflación, hacían aconsejable una moderación de la política. Por ello iniciaron a mediados de 1996 un lentísimo descenso de las tasas de intervención en el mercado monetario; sin embargo, ni la velocidad ni la magnitud del descenso fueron suficientes para frenar la tendencia recesiva de la economía; ésto significa que las tasas de interés siguen siendo demasiado altas y que se mantiene su efecto depresivo sobre la demanda agregada.

Lo cierto es que la economía sigue deslizándose por la pendiente de la recesión y no hay a la vista factores que se puedan convertir en el dinamismo de la reactivación.

Dejad que los dólares vengan a mí

La autoridad monetaria no está exenta de responsabilidad respecto al origen de los sucesos de diciembre, que llevaron al gobierno a declarar la emergencia económica.

La Asobancaria puso en evidencia el error de la Junta en el manejo de su política monetaria, al no bajar las tasas de interés y aumentar las restricciones al endeudamiento externo al final del primer semestre de 1996, cuando la tasa de cambio se descolgó desde el techo hasta el piso de la banda (*Panorama Macroeconómico y Financiero* No. 42 diciembre de 1996); la explicación de las presiones revaluacionistas del segundo semestre de 1996 y de la mayor dinámica del endeudamiento privado externo, guardan estrecha relación con ese error.

Aquí simplemente se trae a cuento para señalar que en el Informe de la Junta al Congreso, apenas hay unas referencias mínimas a estos hechos. Incluso, cuando se enumeran los factores determinantes de la revaluación en la década de los noventa, el emisor olvida mencionar directamente los efectos de la política monetaria, crediticia y cambiaria; más particular es la explicación de la revaluación de 1996, pues el problema se reduce a comparar la evolución de la tasa de cambio nominal frente a la variación de los precios domésticos e internacionales (fórmula de paridad de precios relativos).

Necesariamente surge un interrogante: ¿Qué habría ocurrido con la tasa de devaluación, con la dinámica del endeudamiento privado externo y con la tasa de crecimiento del PIB si, en lugar de la tímida reducción de dos puntos en la tasa de los TP a mediados de 1996, el emisor hubiera bajado la tasa de interés en forma drástica?

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

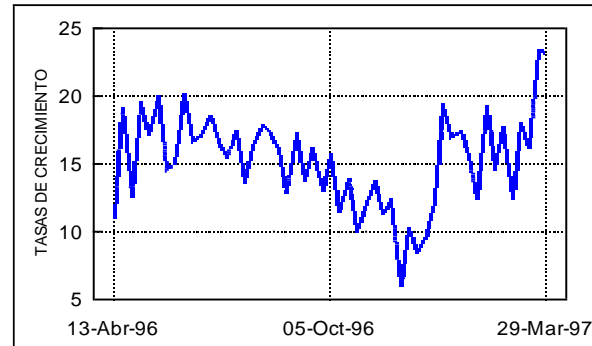
Desde la semana anterior a la que terminó el 28 de marzo, la tasa de crecimiento anual del efectivo ha alcanzado unos registros promedio 23.3%, los más altos desde principios de abril de 1996. Este tipo de incrementos se ha presentado estacionalmente en los últimos tres años y coincide con la demanda de liquidez del período de semana santa (Gráfico 1).

En la semana que concluyó el 28 de marzo, la tasa de crecimiento anual de los cuasidineros presentó un repunte significativo luego de la fuerte caída registrada desde principios de febrero, alcanzando una cifra de 21.1%. El repunte se explica principalmente por el crecimiento de los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (Gráfico 2).

Durante la misma semana, la tasa de crecimiento anual de las captaciones totales de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda alcanzó el registro más alto de 1997 con un 29.3%. De otra parte, el crecimiento anual de las captaciones de las Compañías de Financiamiento Comercial continúa con el mismo crecimiento negativo promedio (-5.2%) que se ha presentado desde mediados de febrero (Gráfico 3).

Gráfico 1

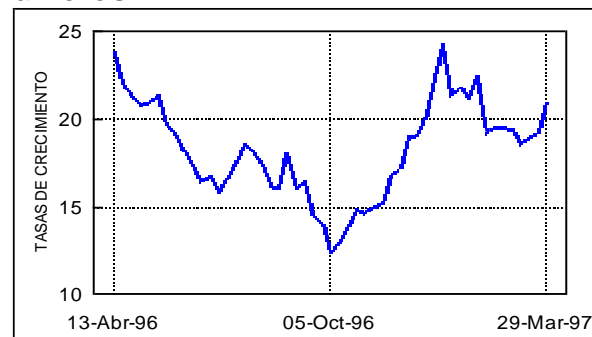
Tasa de crecimiento anual del efectivo



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 2

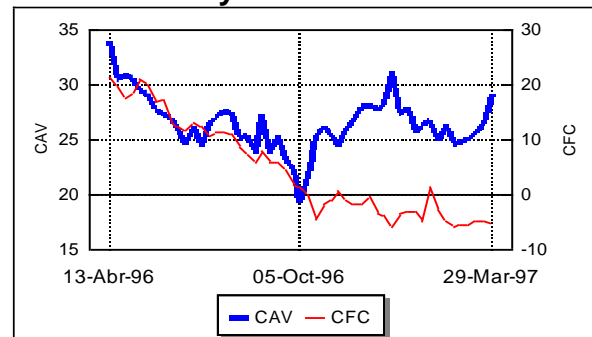
Tasa de crecimiento anual de los cuasidineros



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 3

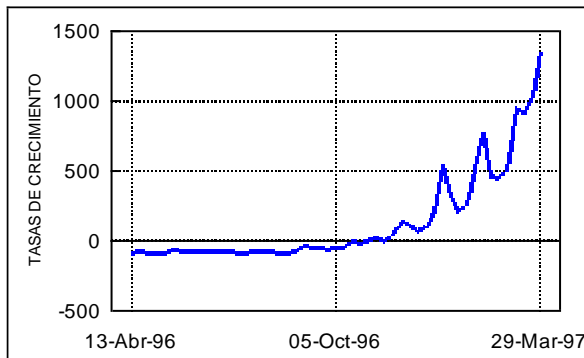
Tasa de crecimiento anual de los depósitos en CAV y CFC



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

La tasa de crecimiento anual de las OMA, presentó durante la semana que terminó el 28 de marzo un crecimiento récord de 1360%. Dicho crecimiento se explica por el volumen de títulos de participación emitidos como fórmula para controlar los excesos de liquidez (Gráfico 4).

Gráfico 4
Tasa de crecimiento anual de las OMA



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

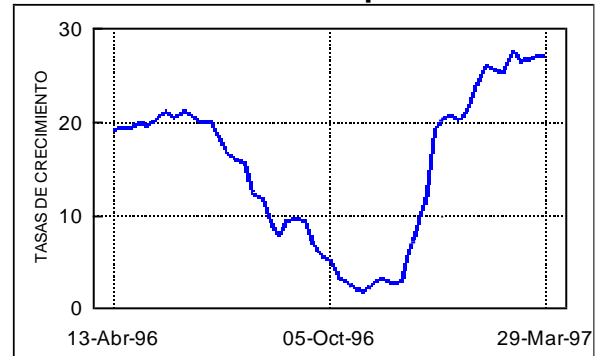
Luego de presentar durante los primeros dos meses de 1997 un fuerte crecimiento, la tasa de crecimiento anual de las reservas internacionales en pesos se ha estabilizado en el mes de marzo en un promedio semanal de 27.2%. Este comportamiento se explica, por los decretos de emergencia económica que gravaban el endeudamiento externo, y por las medidas adoptadas por el emisor que imponen depósitos a los registros de endeudamiento (Gráfico 5).

B. Tasas de Interés

En la semana que terminó el 11 de abril la tasa interbancaria presentó un nivel promedio de 22.3% E.A.; por su parte, la tasa de CDT de tesorería registró un valor promedio de 24.5% E.A.

Durante esa semana, el Banco de la República realizó captaciones de títulos de participación a 30 y 90 días, de acuerdo con lo dispuesto por la Junta Directiva del emisor (Cuadro 1).

Gráfico 5
Tasa de crecimiento anual de las reservas internacionales en pesos



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

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

	Tasa Interbancaria % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
07-abr	22.37	24.64
08-abr	22.37	24.67
09-abr	22.24	24.39
10-abr	22.13	24.36
11-abr	22.13	24.43

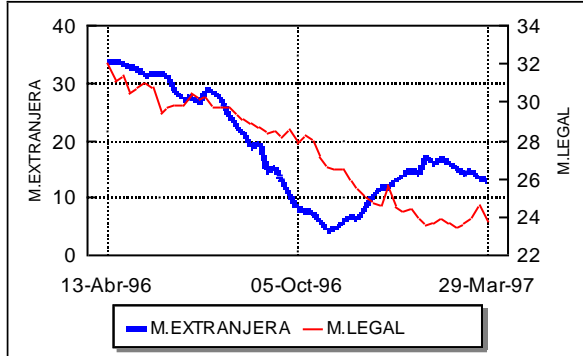
Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

C. Cartera de Créditos

La cartera de créditos en moneda legal continúa estacionada desde finales de enero, en un crecimiento anual promedio de 23.7%. En tanto que la tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera ha empezado a mostrar signos de desaceleración, que se explican por las medidas tomadas por el Banco de

la República en la Resolución 4 de 1997 (Gráfico 6).

Gráfico 6
Tasa de crecimiento anual de la cartera total



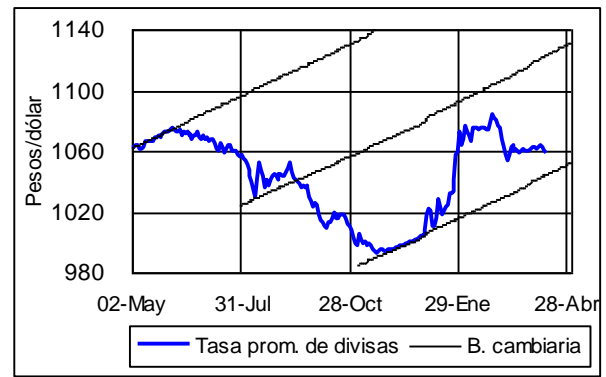
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

II. MERCADO CAMBIARIO

Durante la semana que terminó el 11 de abril, la tasa de cambio estuvo alrededor de \$1060.0, con tendencia a la baja (Gráfico 2).

Al finalizar la semana, en el mercado existían expectativas de una disminución en la tasa de cambio, debido a que entró en vigor la sentencia de la Corte Constitucional, que derogó los decretos de emergencia económica (Gráfico 7).

Gráfico 7
Tasa de cambio promedio del mercado cambiario y Banda Cambiaria



Fuente: Citiinfo. Banco de la República .