

Inestabilidad cambiaria:

MUY MALO PARA LA ECONOMIA

Desde el jueves 21 de mayo la tasa de cambio retornó al techo cambiario, después de haber permanecido a una distancia promedio de \$11.5 en los últimos dos meses. Este hecho tiene importantes implicaciones para la evolución futura de la economía colombiana.

La Asobancaria considera que la compleja coyuntura económica por la que atraviesa el país hace indispensable la adopción de medidas que corrijan el rumbo de algunas variables, entre ellas la tasa de interés y la tasa de cambio; de lo contrario, los hechos recientes en el frente cambiario terminarán por sepultar las pocas esperanzas que quedan de recuperación económica en 1998, e incluso de 1999.

Nada nuevo...

Los movimientos especulativos contra la moneda local no son algo nuevo y ajeno al quehacer de la política económica. En el diseño de las bandas cambiarias se considera la posibilidad de choques que intenten desestabilizarla.

Los movimientos especulativos que recientemente se han presentado en Colombia (agosto de 1995, febrero y mayo de 1998) han puesto a prueba la capacidad técnica del Banco de la República para defender el actual arreglo cambiario. Hoy nadie duda de la enorme capacidad

del banco para hacerlo, apoyado en un volumen importante de reservas internacionales y en el poder instrumental que le brinda el manejo de las tasas de interés.

Sin embargo, consideramos que es necesario corregir los desequilibrios internos (déficit fiscal) a fin de garantizar que el banco siga teniendo la capacidad que hasta el momento ha mostrado en el frente cambiario. De lo contrario, la situación se tornará insostenible en el mediano plazo.

Combinación mortal

El mecanismo hasta ahora usado por el Banco de la República para defender la banda cambiaria ha sido la elevación de las tasas de interés. En la coyuntura actual, el banco ha aumentado la tasa de interés de las operaciones repo y ha restringido nuevamente el acceso a recursos del banco central, en una clara señal de querer quitarle al mercado la munición que pueda ser utilizada para atacar el peso.

En menos de un día, el Banco de la República cambió su política de liquidez con el mercado financiero. Hasta hace apenas un par de días el banco le otorgaba al mercado toda la liquidez que se demandara, en una clara señal de querer estabilizar la tasa de interés interbancaria; vale la pena recordar que las operaciones repo ascendieron a \$693 mil millones el miércoles 27 de mayo, mientras que el jueves las redujo a \$220 mil millones.

Con la reducción de la oferta de liquidez en más de \$400 mil millones, el banco no tuvo más opción que validar el incremento de la tasa de interés de intervención en el mercado monetario al nivel extraordinario del 40% E.A% el viernes 29; en este día, la demanda de recursos en la subasta de *repos* ascendió a \$690 mil millones, mientras que la oferta fue fijada en \$220 mil millones por parte del Banco de la República.

Adicionalmente, por la venta de reservas internacionales, el mercado ha perdido liquidez por un monto adicional cercano a los \$300 mil millones, lo que dado el tamaño de nuestro mercado interbancario representa una contracción significativa.

El mensaje del emisor es claro: defender la banda cambiaria al costo que sea. Con la elevación de las tasas de interés los costos no se harán esperar: mayor deterioro de la calidad de la cartera de los deudores del sistema financiero, estancamiento de la demanda de consumo e inversión, y el empeoramiento de los actuales niveles de desempleo, entre otros.

Por esta razón, la Asobancaria considera que ni el Banco de la República ni el gobierno se pueden quedar esperando que, a punta de altas tasas de interés y el estrangulamiento de la economía, se logre normalizar la situación del mercado cambiario.

En ese sentido, proponemos que se adopten medidas inmediatas en el frente externo, tendientes a garantizar un flujo suficiente de recursos que alivie la presión del mercado, y se constituya en fuente de expansión de la liquidez primaria de la economía.

Resulta conveniente revisar el tema del depósito obligatorio al endeudamiento externo. Es necesario al menos garantizar condiciones financieras equiparables y favorables en ese sentido, aunque, contrario a lo que algunos analistas opinan, creemos que por sí sola su reducción no garantiza el acceso a financiación externa, dadas las expectativas de mayores riesgos cambiarios.

Además, el gobierno debería acelerar y aumentar su financiamiento en el exterior; de esta manera, podría reducir las presiones evidentes que está ejerciendo sobre los recursos internos, y de paso, se constituye en una importante fuente de oferta para el mercado cambiario.

Por último, el gobierno debería fortalecer y hacer atractivo para el mercado el mecanismo de deuda pública, mediante el cual los agentes pueden acceder a títulos de la nación indexados a la TRM más un *spread*, acorde con las alternativas de rentabilidad del mercado. De esta manera, los agentes con aversión al riesgo cambiario podrían contar con un mecanismo de cobertura, sin la necesidad de generar presiones sobre la demanda de divisas en el mercado cambiario doméstico.

Lo que esperamos

Si el mercado cambiario sigue mostrando la inflexibilidad a la baja que hasta ahora ha presentado, y el Banco de la República sigue utilizando la tasa de interés y la iliquidez del mercado monetario como herramienta de estabilización cambiaria, pues lo más lógico es que las tasas sigan disparadas, tal y como ya se está evidenciando.

Lo que no resulta lógico es que el Banco busque garantizar la estabilidad

cambiara a costa de la inestabilidad del mercado monetario. La situación de liquidez de las entidades financieras no está como para jugar con candela.

Es probable que la inestabilidad cambiaria, producto de factores subjetivos asociados a las elecciones presidenciales, se mantenga y se intensifique en lo que resta para la segunda vuelta electoral. Creemos que en ese período el Banco será capaz de defender la banda cambiaria, pero **¿a qué costo?**

Por eso, la Asobancaria invoca el buen juicio de las autoridades para que se adopten medidas inmediatas en el frente externo para garantizar un flujo importante de recursos hacia el país. Utilizar exclusivamente las tasas de interés para aliviar la situación actual podría ser el error más costoso en materia de política económica en la década de los noventa.

I. SITUACION MONETARIA

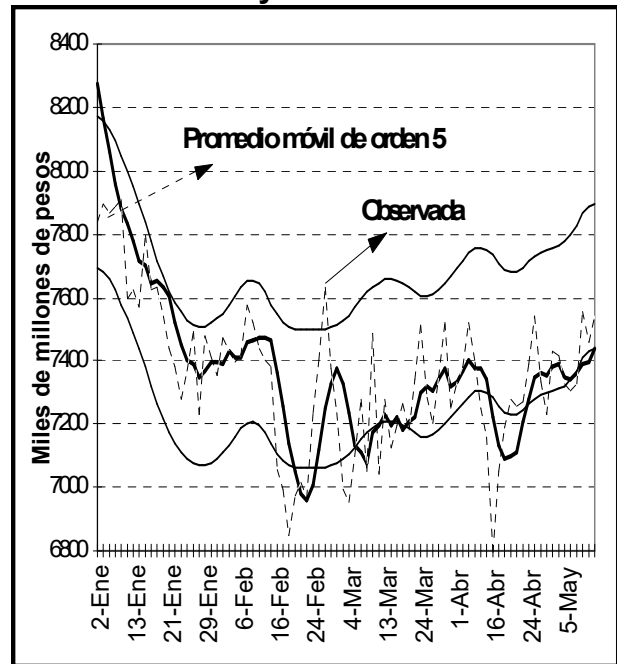
La base monetaria correspondiente al martes 19 de mayo fue de \$7.38 billones ; esta cifra representa una disminución del 5% en lo corrido del año. Con respecto a la semana anterior, la base monetaria se redujo en cerca de \$100 mil millones (Gráfico 1).

Este comportamiento descendente está asociado, fundamentalmente, con la disminución de las operaciones *repo*; en la misma fecha, estas operaciones se redujeron en \$143 mil millones, mientras que las operaciones de TP se incrementaron en \$18 mil millones.

En la medida en que el Banco de la República siga vendiendo divisas y restringiendo el monto de las operaciones *repo*, la base monetaria permanecerá en la

parte baja de su corredor, con tendencia a salirse.

Gráfico 1
Base monetaria y su corredor



Fuente: Banco de la República.

II. TASAS DE INTERES

La tasa interbancaria correspondiente al viernes 29 de mayo, cerró en 45.3%. E.A., registrando un incremento en la semana de más de 16 puntos porcentuales (Cuadro 1).

El incremento observado en la tasa interbancaria, está asociado con la mayor demanda de recursos de aquellas entidades que cerraron periodo bisemanal de encaje.

Sin embargo, el hecho fundamental está relacionado con la política explícita del Banco de la República de otorgarle menos liquidez al mercado a través de operaciones *repo*. Por ejemplo, el viernes la demanda de recursos ascendió \$690 mil

millones, mientras que la oferta del banco apenas fue de \$220 mil millones.

Cuadro 1
Tasa interbancaria y CDT de tesorería a 90 días

FECHA	INTERBANCARIA		CDT 90 DIAS	
	Venc. diaria	E.A.	T.A	E.A.
30-Dic-97	28.74	33.28	21.59	24.80
Prom. Ut. mes	27.95	32.24	27.16	32.48
22-May-98	25.89	29.54	27.16	32.49
26-May-98	25.94	29.60	27.26	32.62
27-May-98	26.66	30.54	27.20	32.54
28-May-98	30.93	36.23	27.25	32.61
29-May-98	37.38	45.29	27.32	32.70

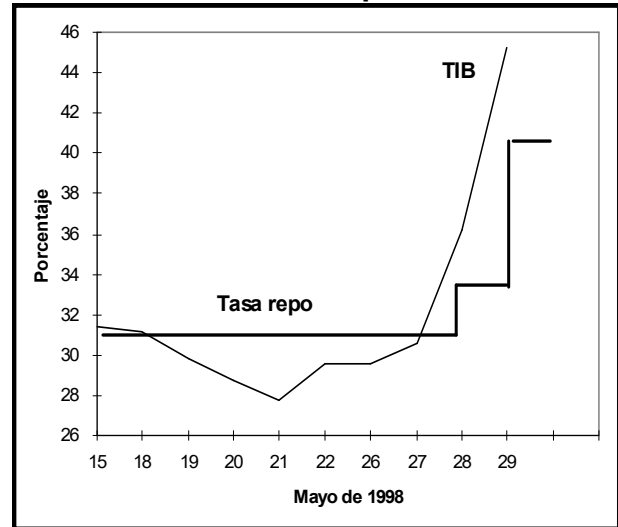
Fuente: Encuesta diaria Asobancaria

En el gráfico 2 se puede apreciar el incremento en las tasas de intervención del Banco de la República en el mercado monetario. La limitación en monto y la forma de subasta de los recursos hicieron que la esta tasa pasara en menos de dos días del 30% E.A. al 40% E.A.

Con estas medidas el banco central pretende reducirle munición al mercado financiero con la que pueda ejercer especulación contra el peso. Las tasas de interés siguen siendo el instrumento más expedito y costoso para defender la estabilidad cambiaria.

A pesar de que las presiones del mercado monetario no se han reflejado en su totalidad en las tasas de los instrumentos a plazo (CDT 90 días), es altamente probable que, en la medida en que la tasa interbancaria se mantenga en un nivel alto, éstas empiecen a subir hacia niveles del 35% E.A.

Gráfico 2
Tasa interbancaria y tasa de intervención del Banco de la república



Fuente : Encuesta diaria Asobancaria y Banco de la República.

III. Reservas internacionales

El saldo de reservas internacionales al 22 de mayo ascendió a US\$9.320 millones; sin embargo, la venta de reservas internacionales por parte del Banco de la República, que en las últimas dos semanas fue de US\$220 millones, hará que éstas se tiendan a ubicar, por primera vez desde diciembre de 1996, por debajo de los US\$ 9.000 (Cuadro 2).

Cuadro 2
Venta de reservas del banco central

Día	Millones US\$	Millones de \$
21-mayo	13.0	18.123
22-mayo	10.6	14.777
26-mayo	82.5	115.226
27-mayo	914	127.657
29-mayo	20.25	28.282
Total	1040.35	304.065

Fuente : Banco de la República