

Liquidez y encajes:

¿HORA DE ABRIR LA LLAVE?

El comportamiento alcista que venían presentando las tasas de interés desde inicios del año pasado indujo el acuerdo entre el Gobierno y el Banco de la República, cuya intencionalidad era la de reducir las presiones sobre el comportamiento de ese precio. Sin embargo, el éxito de ese costoso esfuerzo corre el riesgo de irse a pique, por las dificultades para la provisión de la liquidez en los próximos meses.

Ante la restricción en el margen de maniobra para la intervención del Banco de la República vía OMA, la actual coyuntura aparece como propicia para la necesaria reducción de los encajes. Aunque en los últimos meses se han hecho esfuerzos importantes en ese sentido, aún estamos muy por encima de los estándares internacionales, lo que obstaculiza la eficiencia del sistema financiero.

El saldo de ó billones de pesos de los medios de pago observado a agosto 19 de 1995, refleja un crecimiento insuficiente de la oferta monetaria frente a la demanda esperada de liquidez para lo que resta del año; es necesario inyectar al mercado cerca de 2 billones de pesos en los últimos 4 meses del año; esto es, 493 mil millones de pesos mensuales en promedio.

En términos relativos, el saldo de los medios de pago presentó una caída del 8,5% en lo corrido del año; ello indica un notorio alejamiento del centro del corredor monetario que fue definido como el nivel adecuado para estabilizar las tasas de interés y lograr la meta de inflación del 18%.

En lo corrido de 1995, ha sido constante, el deficitario aprovisionamiento de liquidez. El saldo de M1 ha presentado tasas de crecimiento negativas respecto al saldo de diciembre de 1994 y persistentemente se ha situado por debajo del límite inferior del corredor.

De continuar con la tendencia observada, sin ajustes en la política, es inevitable esperar presiones sobre la tasa de interés, dado el repunte estacional de la demanda de dinero en el fin de año.

Con el dólar amarradito...

La eficacia del Banco de la República para proveer la liquidez necesaria para el fin de año, depende de dos factores: la situación del mercado cambiario y el limitado número de herramientas disponibles del Banco de la República para tal fin.

La inestabilidad reciente del mercado cambiario plantea un dilema de política económica al Banco de la República.

Por una parte, de mantenerse el "nerviosismo" de los agentes, el Banco de la República se vería precisado a seguir interviniendo en el mercado vendiendo divisas; el Banco tiene sobrada capacidad para imponer el orden. Pero su intervención implica presionar la oferta de dinero de alto poder (base monetaria) hacia la baja, lo que a su turno ejercería presiones alcistas sobre la tasa de interés. De otro lado, un incremento en la liquidez se puede destinar a una mayor demanda de divisas, y de esta manera dejar latente la presión sobre las altas tasas de interés.

En consecuencia, resulta indispensable la estabilización del mercado cambiario; ello es condición necesaria para que la normal provisión de liquidez se traduzca en una estabilidad

en las tasas de interés; no lograrlo implicaría asumir el elevado costo del impacto de las altas de interés sobre la actividad económica.

¿De dónde saldrá la platica?

Estabilizado el mercado cambiario, hay que considerar el uso de los instrumentos de política a disposición del Banco de la República para aumentar la oferta de dinero. Cuando se hace tránsito hacia una banca central moderna, la política monetaria se caracteriza por el énfasis en una herramienta muy poderosa: las OMA. Con ellas se regulan los niveles de liquidez y de tasas de interés como metas intermedias para alcanzar la meta de control a la inflación.

Sin embargo, en la coyuntura actual su capacidad está limitada, pues una ampliación de la oferta monetaria a partir de una disminución de las OMA resultaría insuficiente para que M1 se situara en el centro de su corredor monetario.

En agosto 19 el saldo de OMA era de \$1,13 billones; cerca de \$200 mil millones son títulos de participación de corto plazo y \$573 mil millones se vencen entre septiembre y octubre. Tratar de reducir más el saldo restringiría la capacidad estabilizadora del Banco de la República en el mercado de corto plazo.

De esta manera, M1 podría crecer cerca de \$600 mil millones por esta vía; en consecuencia, faltarían 1,4 billones de pesos para satisfacer la demanda por liquidez.

El aumento de la liquidez a través de OMA podría ser mayor si la Junta Directiva del Banco de la República opta por la compra de títulos de deuda pública, conforme a la autorización que en ese sentido le confiere la Ley 31 de 1992.

Con reservas internacionales... poco y nada.

Otro factor potencial de expansión monetaria es el aumento de las reservas internacionales, pero en el actual esquema de mercado se considera como una variable exógena en la que muy poca incidencia tiene el Banco de la República.

De acuerdo con las proyecciones oficiales de balanza de pagos, para 1995 se prevé una acumulación de US\$60 millones en las reservas netas y las cifras de la balanza cambiaria indican que en agosto 19 dicha acumulación estaba en US\$182 millones. Así, salvo situaciones excepcionales, no cabría esperar una gran contribución de las reservas a la ampliación de la liquidez en los próximos meses. Al contrario: la presión podría bien ser la opuesta.

En los encajes la llave está.

Finalmente, el Banco de la República conserva la potestad de cambiar de manera permanente la creación secundaria de dinero a partir de la modificación de los requerimientos de encaje. Durante el presente año, las autoridades hicieron uso de ella, a través del encaje marginal (Resolución 12) y la disminución del encaje ordinario de las cuentas corrientes (Resolución 17).

Sin embargo, el encaje ponderado del sistema no tuvo modificaciones de fondo, se introdujo un encaje marginal y una base para su cálculo - que han hecho menos transparente su aplicación - y, finalmente, sólo se redujeron los encajes para los depósitos en cuenta corriente, mientras que se incrementaron para los demás instrumentos de captación (cuadro 1).

En el actual escenario de iliquidez, virtual estabilidad de las reservas internacionales y moderado nivel de OMA, hay espacio para acercar los encajes a los estándares internacionales, a la vez que se inyecta la liquidez que requiere la economía.

La eliminación del marginal, para simplificar el método de cálculo, y una reducción del encaje ordinario de las cuentas corrientes tanto oficiales y privadas al 25%, por ejemplo, podría ampliar la base monetaria en cerca de \$850 mil millones.

Cuadro 1
Encaje Ponderado de los Establecimientos de Crédito
Escenarios Resoluciones 14/94, 12/95 Y 17/95*

	RES.14/94	RES.12/95	RES.17/95
BANCOS	19.64	19.89	18.42
Cta. Corr.	50.51	50.07	45.41
Otros	5.28	5.93	5.93
CAV	7.26	7.56	7.56
C.F.	2.43	2.54	2.54
C.F.C.	2.21	2.45	2.45
SISTEMA	19.62	19.88	18.41

* *Cálculos con base en las cifras al 12 de agosto de 1995.*

El sector financiero ha reconocido que diversas coyunturas de manejo monetario no sólo frenaron el proceso de reducción de encajes que se inició a comienzos de los años ochenta, sino que repercutieron en mayores niveles. Ahora surge el espacio para volver a la política de reducir encajes que, en el nuevo escenario de economía abierta, se convierte en elemento indispensable para hacer efectiva la mayor competencia y la mejora de los indicadores de eficiencia.

1. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

La última información disponible sobre evolución de los principales agregados monetarios, hasta la semana que terminó el 19 de agosto, muestra una profundización de las condiciones de iliquidez de la economía. Las tasas de crecimiento anual de la base y la oferta monetaria registraron niveles del 15,7% y 13,8%, respectivamente; esto es 20 y 19 puntos por debajo de los niveles observados hace un año, y 7 y 8 puntos por debajo de las metas establecidas para finales de 1995.

La mayor disminución en el crecimiento de las fuentes primarias de liquidez, está asociada con el efecto contraccionista de las colocaciones de títulos de participación del Banco de la República, por \$219 mil millones en la semana que terminó el 19 de agosto (en este período el impacto monetario del comportamiento de las reservas internacionales ha sido neutro; el incremento de su valor en pesos, a que dio lugar el comportamiento de la tasa de cambio, se compensa en su totalidad por las cuentas patrimoniales del Banco de la República).

El impacto de esa política contraccionista pone en peligro la estabilidad de las tasas de interés de los instrumentos a plazo, más aún, cuando en lo que falta del año se experimenta estacionalmente una disminución importante en la liquidez del sistema

El hecho de que el 100% de esas colocaciones se realice a corto plazo (7 y 15 días), brinda un mayor margen de maniobra en cuanto a su liquidación, con respecto a los títulos de mayores plazos, pero, como lo estamos viendo en esta coyuntura, ello no altera su naturaleza contraccionista.

Además, ese comportamiento puede generar un *shock* sobre la tasa pasiva vía incremento de la tasa a la vista.

Claro está que el Banco puede realizar operaciones repo; sin embargo, para que tenga el impacto esperado en términos de la liquidez, es necesario que sea el sistema financiero quien posea esos títulos. Sin embargo, el 83% de los colocados en la semana que terminó el 19 de agosto fueron adquiridos por la Tesorería General de la Nación.

No son muy claras las razones por las cuales la Tesorería General prefiere invertir en títulos de participación, en lugar de mantener esos excedentes transitorios a mejores tasas en el sistema financiero. Además, queda la impresión de que las compras de la Tesorería tienen una intención de control monetario, lo cual está prohibido por la Ley 31 de 1992 (artículo 16, parágrafo 2).

Como lo hemos mencionado en otros documentos. La aparente tranquilidad de la autoridad monetaria ante la evolución de los principales agregados monetarios, por debajo de sus corredores, podría indicar que la variable de seguimiento monetario que fundamenta sus decisiones no es el M1; el M3, por ejemplo, se mueve en torno al límite superior de su corredor. Sin embargo, ello sería a todas luces criticable dado que los diferentes agentes económicos toman la evolución probable del indicador tradicional como elemento de sus expectativas.

En el horizonte más amplio de los cuatro meses que restan para finalizar 1995, el margen de maniobra para brindar liquidez vía manejo de las OMA es reducido; aún en el caso en que *ad absurdum* se permitiera un vencimiento total de las OMA, el lo sólo representaría un 30% de lo que falta para que M1 llegue a la meta compatible con las otras variables macroeconómicas.

B. Tasas de Interés

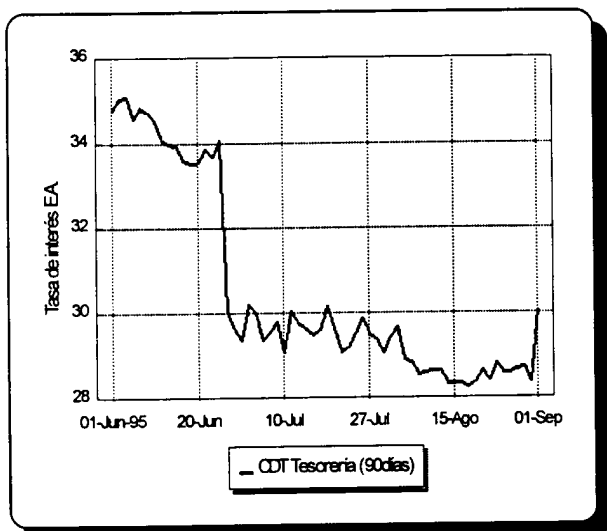
Al empezar el mes de septiembre, las tasas de interés de los instrumentos a plazo parecen experimentar un repunte. De acuerdo con la encuesta diaria de la Asobancaria, la tasa de captación promedio de CDT en tesorerías, fue de 30,1 % E.A.; este valor no se veía desde que se inició el control a las tasas de interés.

Según la última información disponible de la Superintendencia Bancaria, a julio 28 de 1995, las tasas de colocación promedio del sistema habían continuado descendiendo. Sin embargo, dados los últimos acontecimientos ocurridos en el mercado del corto plazo, es posible que las tasas de interés comiencen a aumentar.

En la semana anterior, el mercado interbancario sufrió una profunda crisis de iliquidez, que originó un aumento de la tasa a la vista. Esta llegó el jueves 31 de agosto a 43% E.A., nivel que no se registraba desde abril 17 de este año. Este aumento fue el resultado de distintos factores entre los que se cuentan, la tranquilidad que existió en el mercado interbancario

desde abril, y que llevó a los establecimientos de crédito a disminuir sus "colchones de liquidez".

Gráfico 1
CDT de tesorerías



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria

Lo más grave de todo es que la iliquidez se acentuó como fruto de una política errada implementada por el Banco de la República en la colocación de títulos de participación, pues estaba frenando la liquidez del sistema desde dos semanas atrás.

Además, como si fuera poco, el Banco de la República realizó operaciones repo el viernes primero de septiembre a una tasa de 45% E.A. validando las altas tasas. El Banco pareció modificar el criterio que ha caracterizado su intervención en el mercado a la vista en los últimos meses, esto es, el de mantener la estabilidad de la tasa interbancaria.

C. Cartera de Créditos.

La tendencia descendente del ritmo de crecimiento de la cartera de créditos del sistema financiero, evidencia un comportamiento consecuente con la deseada estabilidad de las tasas de interés. De acuerdo con las cifras del Banco de la República, esta tasa llegó a 39,05%, durante la semana que terminó el 19 de agosto.

II. PRECIOS

El comportamiento del índice de precios al consumidor en agosto (0,63%) mantiene la tendencia descendente en el ritmo de crecimiento de los precios, a pesar de la dificultad de cumplir con la meta del 18%.

La tasa de inflación anual está en 21,1% y, de continuar la tendencia a la baja en los próximos meses, es posible que el año termine cerca al 20%.

Es importante llamar la atención sobre las declaraciones recientes de funcionarios del gobierno con respecto a la evolución futura de los precios de algunos sectores.

Los anuncios sobre los aumentos en los costos de matrículas y pensiones en colegios de calendario B y los reajustes en las tarifas de energía eléctrica a partir de enero de 1996 introducen mayor incertidumbre respecto al comportamiento futuro de la inflación.

Semejantes decisiones llevan nuevamente a interpretaciones erradas respecto al Pacto Social, que tienen un alto costo político.

La decisión del gobierno de someter los precios de los combustibles y de la energía eléctrica a los límites del Pacto, resulta un tanto peligrosa en términos de la estabilidad financiera de las empresas. Además, cuando se tratan de eliminar los problemas ocasionados, se generan ataques contra el Pacto.

Se fomenta así el enfoque de que el Pacto es un simple control de precios y no un acuerdo de todos los estamentos de la sociedad para romper la inercia inflacionaria.