

Inflación de mayo: ¡MEJORAN LOS RESULTADOS!

La difícil coyuntura por la que vienen atravesando los mercados cambiario y monetario, hizo que pasaran casi desapercibidos los resultados de inflación a mayo. La Asobancaria considera, sin embargo, que hay elementos que, por su importancia sobre los resultados en esta materia en 1998, ameritan una breve referencia al tema.

En mayo se registró un quiebre importante en la tendencia alcista observada desde comienzos del año en el indicador de inflación. La mejoría está asociada, entre otros factores, con el comienzo de un proceso de ajuste hacia la baja del rubro de alimentos y con la sostenida tendencia descendente del indicador de inflación básica.

Inflación básica y alimentos

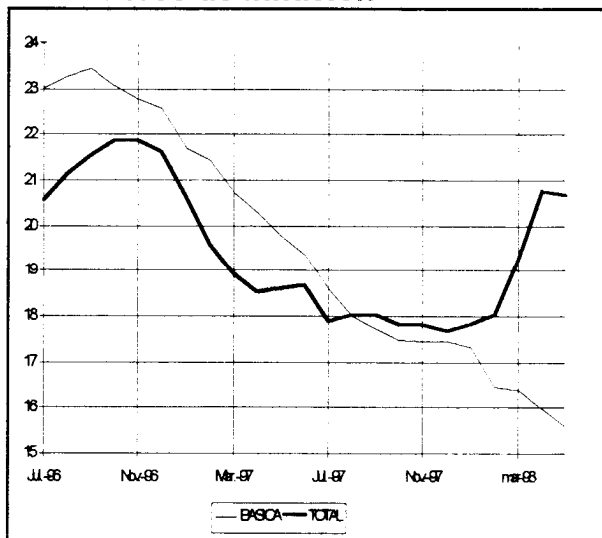
En primer lugar, la inflación básica sigue descendiendo; su variación anual es de 15,6% en mayo, es decir, 1,9 puntos inferior a la observada en diciembre de 1997 (gráfico 1). Este comportamiento no hace más que confirmar que la inflación colombiana sigue disminuyendo, pero que el impacto de un choque de oferta de alimentos impide apreciar esa tendencia en el indicador de inflación total.

Esa tendencia descendente puede verse reforzada en lo que resta del año, como consecuencia de los recientes aumentos en las tasas de interés; sin embargo, el costo adicional será una nueva desaceleración de la actividad económica.

En segundo lugar, la estacionalidad de las cosechas del segundo semestre tendrá importante repercusión sobre los precios de los alimentos. Finalmente, la diferencia entre la meta de inflación y la efectivamente observada va a depender de la magnitud del impacto estacional.

Gráfico 1

Indicadores de inflación



Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria.

Las experiencias de 1977, 1986 y 1992 son ilustrativas al respecto. De esos episodios, caracterizados por un choque adverso de la oferta agrícola y elevadas tasas de inflación de

alimentos, se pueden extraer dos enseñanzas: a) que luego del choque, se presenta una desinflación bastante pronunciada (efecto corrección) y b) que inmediatamente después de la corrección hacia la baja, la inflación de alimentos rebota nuevamente hacia los niveles normales de inflación total de la economía¹.

Lo que sí es seguro es que muchos analistas tendrán que empezar a revisar sus proyecciones a la baja.

Mercados monetario y cambiario:

¿HACIA PUERTO SEGURO?

Después de la tempestad desatada en los mercados interbancario y cambiario, durante esta semana se vivió una aparente calma. La tasa interbancaria bajó a niveles del 38% E.A, después de haber alcanzado un máximo de 62,3% E.A. el pasado 3 de junio, mientras que la tasa de cambio se alejó, en promedio, \$20 respecto al techo cambiario.

A pesar del retorno de esas variables a sus niveles "normales", hay elementos que nos hacen pensar que esta situación, especialmente la monetaria, está lejos de ser permanente. Las presiones de liquidez estacional originadas en el pago de primas, en los tres puentes seguidos, y en el período vacacional de mitad de año, harán que la tasa interbancaria retorne a niveles altos. Claro está, eso depende del manejo de liquidez que decida realizar el Banco de la República.

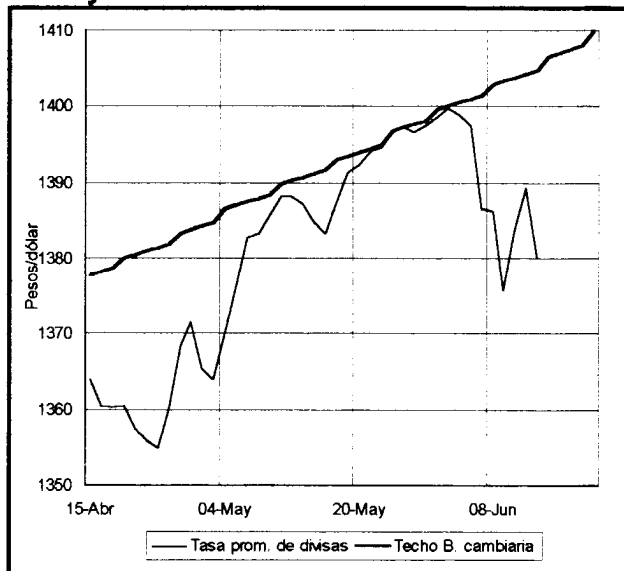
La descolgada... por fin

A pesar de que hayan sido cuestionadas las drásticas medidas adoptadas por el Banco de la República para defender la banda cambiaria, a nadie le cabe la menor duda de la efectividad que tuvieron.

Desde el viernes 5 de junio se observa un marcado descenso de la tasa de cambio; en lo corrido de la presente semana se ha mantenido a una distancia de \$20 con respecto al techo cambiario (Gráfico 2).

¹ Al respecto véase, J.C. Echeverry (1995) "Auge y perpetuación de una inflación moderada". Banco de la República.

Gráfico 2
TRM y Banda cambiaria



Fuente: CITIINFO y Banco de la República.

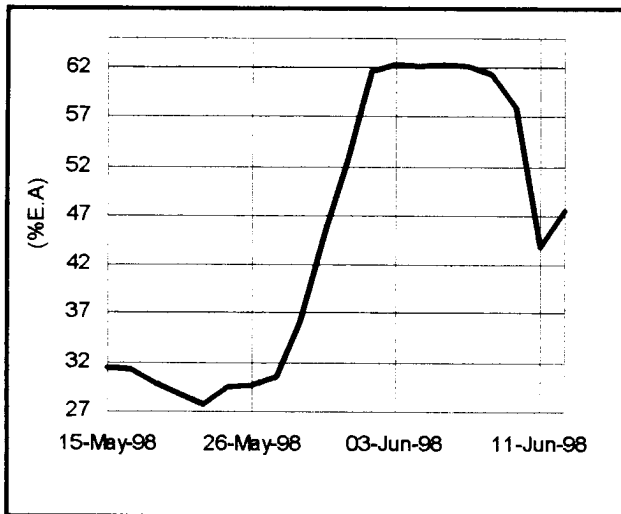
El mercado descenso está asociado, entre otros factores, con la venta de dólares tanto por parte del sector financiero como del sector real para atender los mayores requerimientos de liquidez en pesos, y con el ingreso de recursos de la Tesorería General y de los sectores cafetero y petrolero.

Sin embargo, el hecho fundamental está asociado con la efectividad de la política del Banco de la República: forzar a los poseedores de dólares a liquidarlos ante la inminente necesidad de financiamiento en pesos, y desincentivar la demanda de dólares comprados con recursos más escasos y altamente costosos.

Mercado en pesos... un respiro

A pesar de que sigue siendo relativamente alta, la tasa interbancaria mostró un descenso rápido hacia niveles cercanos al 40% E.A., después de haber llegado a las nubes, impulsada por las decisiones del Banco de la República en materia de liquidez (Gráfico 3).

Gráfico 3
Tasa interbancaria diaria



Fuente: *Encuesta diaria Asobancaria.*

La reducción de la tasa interbancaria se fundamenta en dos hechos: en primer lugar, en la venta de activos externos (dólares) por parte de agentes con posiciones largas en dólares para atender la situación de iliquidez del mercado monetario; y en segundo lugar, en las restricciones a las que se han visto forzadas las entidades financieras en el otorgamiento de nuevos créditos; las entidades financieras están más dedicadas a cuadrar sus posiciones de liquidez que al otorgamiento de créditos.

Lo que viene...

La situación de iliquidez de las dos próximas semanas no será despreciable. Las presiones se originarán en las mayores demandas de recursos por concepto de vacaciones, de pago de primas y de tres festivos seguidos.

Si el Banco sigue con la política de liquidez hasta ahora aplicada, la tasa interbancaria volverá a subir, pero no en las magnitudes observadas recientemente.

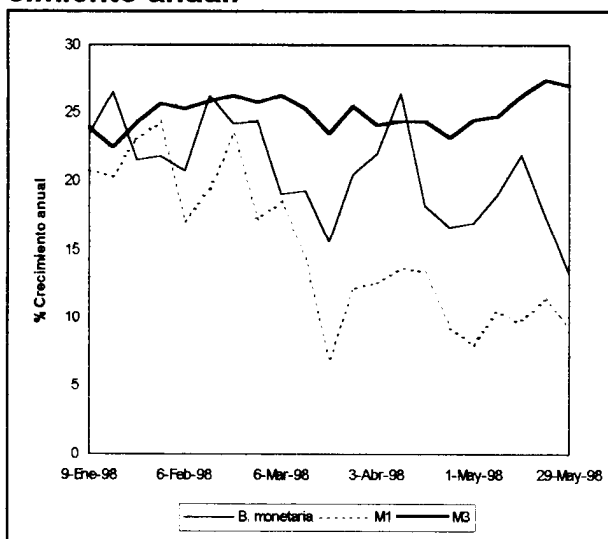
El Banco ha manifestado que proporcionará liquidez al mercado solamente hasta que la tasa de cambio se haya estabilizado. Pero, ¿Cuál regla utilizará el Banco para decidir cuándo será ese momento? ¿A qué distancia, y durante cuántos días deberá estar la tasa despegada del techo?.

Insistimos en que inyectarle liquidez transitoria al sistema en estos momentos no sería contraproducente para la estabilidad cambiaria. Serán recursos necesarios para atender los pagos correspondientes al normal funcionamiento de la economía en esta época del año. Tanto el mercado como el Banco han aprendido lecciones importantes de la difícil coyuntura reciente. Ese aprendizaje debe servir como base para tomar decisiones importantes en materia monetaria con el fin de no causar traumatismos mayores a la economía.

I. SITUACION MONETARIA

Desde finales de mayo, momento en que se inició la restricción de liquidez por parte del Banco de la República, la base monetaria se ha mantenido por debajo de su corredor. La tasa de crecimiento anual de la base monetaria, al 30 de mayo, fue de 13,3%, lo que representa una caída de 4 puntos con respecto a la registrada la semana inmediatamente anterior. La menor dinámica de crecimiento de la base se reflejó en una reducción de 2 y 0,3 puntos en las tasas de crecimiento anual de M1 y M3 (gráfico 4).

Gráfico 4
Base monetaria, M1 y M3. Tasas de crecimiento anual.



Fuente: Banco de la República.

El menor ritmo de crecimiento de los agregados monetarios no se refleja todavía en el comportamiento de la cartera, cuya tasa de crecimiento anual al finalizar mayo se mantenía alrededor del 30,5%. Sin embargo, las cifras que publicará la próxima semana el Banco de la República nos permitirán apreciar el comportamiento de la cartera, a la luz de los hechos recientes del mercado monetario.

II. TASAS DE INTERES

El viernes 12 de junio la tasa interbancaria fue de 47,5% E.A, lo que representa una reducción de 15 puntos con respecto a la observada el viernes de la semana inmediatamente anterior.

La tasa de CDT a 90 días siguió aumentando, lo que se reflejó en el incremento en la DTF, que para la semana comprendida entre el 15 y el 21 de junio será del 36.68% E.A.; esto representa un incremento de 2,9 puntos frente al valor observado en la semana anterior.

Cuadro 1
Tasa interbancaria y CDT¹ 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. Ult. mes	36.49	44.01	28.31	34.13
08-Jun-98	48.37	62.15	29.83	36.34
09-Jun-98	47.86	61.32	30.17	36.84
10-Jun-98	45.70	57.89	30.73	37.68
11-Jun-98	36.38	43.85	31.10	38.23
12-Jun-98	38.90	47.52	31.12	38.25

Fuente: Encuesta diaria Asobancaria. 1/móvil-5 días

III. FONDOS DE INVERSION EXTRANJERA

Contrario a lo que se pensó inicialmente, el monto de los fondos de inversión extranjera se mantuvo relativamente estable durante mayo alrededor de los US\$1.057 millones (sin ADR ni GDR). Aunque se observa una pequeña disminución de esos fondos en la parte de renta variable, ésta fue más que compensada con el aumento de los fondos destinados a las inversiones de renta fija.