

La devaluación real

TANTA NO ES TAN BUENA

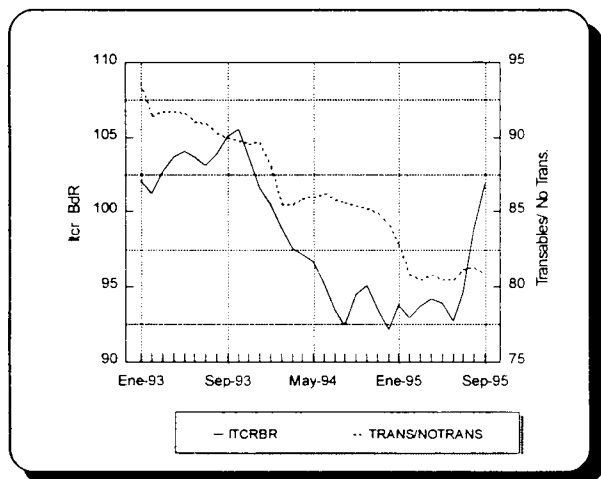
En el último año, la situación del mercado cambiario y las expectativas con respecto a su evolución futura se han modificado significativamente.

La marcada tendencia revaluacionista que experimentó el país entre 1991 y finales de 1994 vino a ser sustituida por una relativa estabilización del índice de la tasa de cambio real, en el primer semestre de 1995, y por un incremento sostenido desde entonces.

Aunque la evolución reciente de los indicadores tradicionales de la tasa de cambio real sugiere un mejoramiento en las condiciones de competitividad de nuestros productos comercializables, tanto las autoridades económicas como el sector productivo deben ser cautos en su apreciación con respecto a esta evolución.

En particular, hay que poner mucha atención a los efectos inflacionarios del comportamiento reciente de la tasa de cambio.

Índice de la tasa de cambio real Diciembre de 1986=100



Fuente: Banco de la República. cálculos Asobancaria

La tendencia descendente que presentó el índice de la tasa de cambio real desde 1991 estuvo asociado a la marcada aceleración del ingreso de capitales a que dio lugar el proceso de apertura económica, dado que se abrieron simultáneamente la cuenta de capital y la cuenta corriente.

Desde finales de 1994 la tendencia del índice de la tasa de cambio real se desaceleró y en los últimos meses ha tendido a aumentar.

La reversión en dicho comportamiento estuvo asociada a la decisión de las autoridades económicas de frenar el endeudamiento externo de corto plazo (Resolución Externa 22 de agosto de 1994, expedida por la Junta Directiva del Banco de la República), como complemento a las demás medidas que durante ese año se adoptaron para desacelerar el dinamismo de la demanda agregada.

Entre octubre de 1993 y agosto de 1994, el indicador tradicional de la tasa de cambio real registró una revaluación del 12,4%. Desde entonces y hasta septiembre de 1995 la devaluación real ha sido del 10,2%.

La magnitud de la devaluación real tiene dos efectos: un cambio en los precios relativos que favorece las exportaciones Colombianas, y un impacto inflacionario que puede ser un obstáculo para la meta macroeconómica de 1996.

De hecho, el último informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso mencionó el incremento de la devaluación nominal en el primer semestre como uno de los factores que desvió la evolución de los precios de la senda esperada.

Este informe se basaba en cifras hasta el mes de junio y el efecto de la mayor devaluación nominal había sido relativamente pequeño sobre la tasa de cambio real.

En cambio, la devaluación del período julio-septiembre ocasionó un aumento de 6 puntos en el índice de la tasa de cambio real.

Por lo tanto, es razonable pensar que esta depreciación real del peso se sumará a la rigidez de la inflación básica como obstáculo para alcanzar la meta de 1996.

1. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

Transcurridas tres cuartas partes del año, los agregados monetarios permanecen dentro de las tendencias recientemente observadas: una marcada desaceleración en el crecimiento de los medios de pago, que se origina en la menor capacidad de creación de dinero por parte del sistema bancario; ésta, a su vez, se explica por el repunte en el efectivo en poder del público y por el bajo crecimiento de los depósitos en cuenta corriente.

Durante la semana que terminó el 30 de septiembre, los medios de pago crecieron \$85 mil millones, de los cuales el 86% correspondió a efectivo. La base monetaria aumentó \$249 mil millones; de ellos, \$175 mil millones aumentaron las reservas del sistema financiero; el aumento de la base monetaria se explica en gran parte por la redención de Títulos de Participación y por pagos de la Tesorería por vencimiento de TES, por un valor total de \$225 mil millones.

La oferta monetaria ampliada M3 fue superior en \$327 mil millones al valor registrado la semana anterior; se destaca el aumento de \$287 mil millones en los depósitos fiduciarios.

En términos anuales, los medios de pago aumentaron 12,9% y la base monetaria 20,1%; sin embargo, el continuo aumento en el dinero en efectivo y la reserva, sumado al menor ritmo de las cuentas corrientes, evidencia una caída en el poder multiplicador de la base monetaria. Para lo que resta del año, el interrogante más relevante en el panorama monetario es si la oferta de medios de pago podrá atender satisfactoriamente el repunte estacional en la demanda de dinero, sin repercusiones sobre las tasas de interés.

Hasta el momento, los indicadores monetarios tradicionales, M1 y base monetaria, se encuentran por debajo de los crecimientos establecidos en la programación macroeconómica.

De mantenerse esa tendencia, y de acuerdo con la interpretación tradicional, se prevería desde ya un desequilibrio en el mercado monetario.

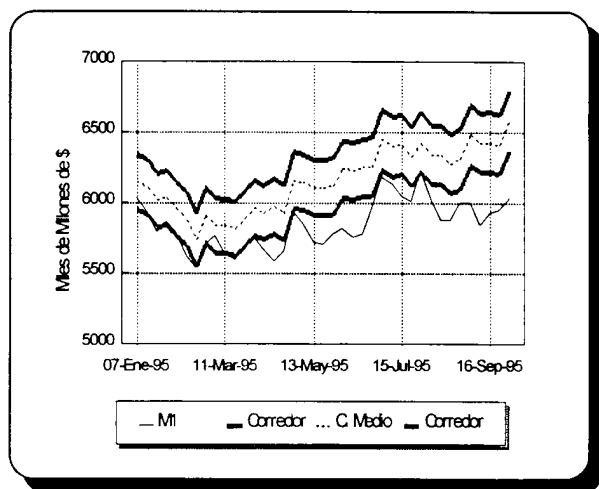
Para el 30 de septiembre, M1 estaba \$561 mil millones por debajo del centro del corredor programado y a \$1,8 billones de la meta de fin de año: resulta claro que la creación de esta

cantidad de dinero sólo se podría obtener a partir de una caída en el saldo de OMA y de una intervención de la autoridad monetaria sobre el multiplicador reduciendo los elevados niveles de encaje sobre las cuentas corrientes.

En la actualidad, el margen de expansión de la base monetaria se encuentra limitado por el volumen de las OMA; éste no se puede bajar a cero, pues restringiría la capacidad estabilizadora del Banco de la República en el mercado financiero.

Por otra parte, en el frente externo no existen las condiciones para esperar una expansión a través de una acumulación de reservas internacionales.

Gráfico 1
M1 y corredor monetario



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Sin embargo, una intervención del banco central que corrija el actual desequilibrio monetario, se encontraría supeditada a la estabilización del mercado cambiario pues, en la coyuntura presente, una mayor disponibilidad de pesos podría hacer efectiva una expansión en la demanda de dólares y validar las tendencias especulativas en el mercado cambiario.

Esperar que la liquidez se obtenga a partir de un ajuste al interior del portafolio financiero, sin mayores repercusiones sobre la tasa de interés, plantea serias reservas.

El comportamiento estacional de los agregados monetarios no sugiere que esta sustitución se presente en la magnitud deseada. De allí que se deba tomar con cautela la liquidez reciente del mercado a la vista y el crecimiento del 32% anual en M3.

La prudencia invita a recordar que la demanda de dinero crece en forma estacional a fin de año y que, si la oferta de dinero no lo hace a igual ritmo, las tasas de interés podrían aumentar.

B. Tasas de Interés

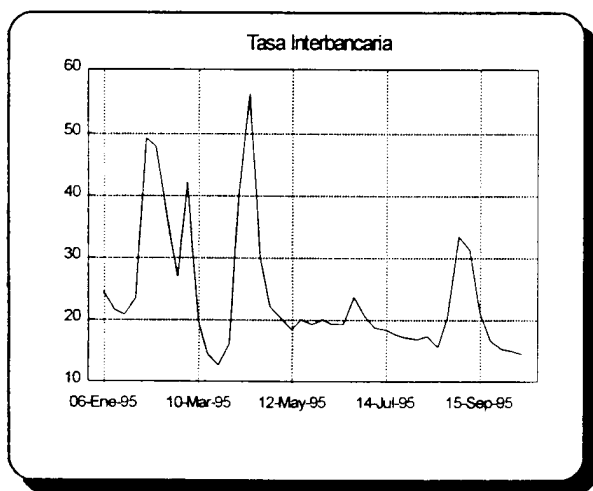
En el mercado de corto plazo se mantiene la abundancia de recursos. Para la semana que terminó el 13 de octubre, la tasa interbancaria promedió un 14,6% E.A., el registro más bajo desde la pasada Semana Santa (gráfico 2).

Durante la semana se vencieron TP's por \$278 mil millones y el Banco de la República realizó nuevas colocaciones por \$514 mil millones, a una tasa promedio de 15%. Este es el rasgo esencial de la política monetaria en las últimas semanas: la sustitución de los vencimientos de TP's de 90 días por TP's de muy corto plazo (a 1, 7 y 15 días).

Para la semana del 17 de octubre, se prevén vencimientos de TP's por 320 mil millones.

Gráfico 2

Tasa interbancaria promedio semanal



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria

La tasa promedio de los CDT de tesorería (a 90 días³, se situó en un 29,6% E.A. lo cual equivale a una caída de un punto con respecto a la semana anterior; esta tasa continúa oscilando en torno al 29,4%, promedio de los últimos tres meses, con una desviación estándar de 0,69.

Las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero, para la semana del 1º de septiembre, fueron de 29,1% y 40,9% E.A. respectivamente; ésta es la última información suministrada por la Superintendencia Bancaria.

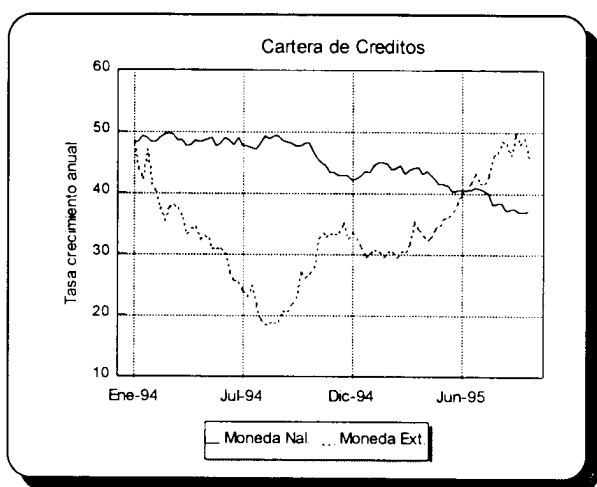
C. Cartera de Créditos.

La cartera total del sistema financiero presentó a septiembre 30 un crecimiento del 38,6% con respecto a idéntico período del año pasado. El comportamiento difiere de acuerdo con la denominación de la moneda en que se encuentra otorgada la cartera.

La cartera de créditos expresada en moneda nacional, registró una tasa de crecimiento anual del 37,1%, es decir, 10,5 puntos inferior a la de igual fecha de 1994. Por su parte, la cartera de crédito en moneda extranjera, registra una tasa de crecimiento anual del 45,5%, es decir, 18 puntos por encima de la observada en igual fecha de 1994.

Con base en los artículos 19 y 20 de la resolución 1980 de 1994, la Superintendencia Bancaria expidió la resolución número 2410, mediante la cual se obliga a las entidades con mayores coeficientes de riesgo en su cartera comercial y de consumo a elevar sus niveles de provisiones.

Gráfico 3
Cartera en moneda legal y extranjera.



Fuente: Banco de la República

En teoría, la medida busca introducir unos criterios más estrictos en el otorgamiento de nuevos créditos.

Sin embargo, no resulta clara la oportunidad de la resolución 2410 en dos aspectos: en primer lugar, se afecta con mayor intensidad a las entidades especializadas en crédito a pequeños y medianos empresarios; esto porque la naturaleza de sus montos obliga a clasificarlos como créditos de consumo; en segundo lugar, el plazo de 15 días no es razonable para que las 33 entidades afectadas den cumplimiento a la norma, más aún cuando la misma Superintendencia Bancaria estima en \$300 mil millones el aumento requerido en dichas provisiones.

Cuadro 1
Indicador de calidad de la cartera

	DIC. /94	SEPT. 2/94	SEPT. 2/95
BANCOS	6.34	8.21	7.17
CAV	4.07	2.1	4.55
C.F.	3.1	2.6	3.35
C.F.C.	11.78	7.14	11.5
SISTEMA	5.64	5.63	6.21

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Asobancaria

II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 13 de octubre, la tasa representativa del mercado, cerró en 987,4 pesos por dólar es decir, a solo 4 pesos del límite superior de la banda cambiaria (gráfico 4). Este resultado, equivale a una devaluación del 18,8% en lo corrido del año.

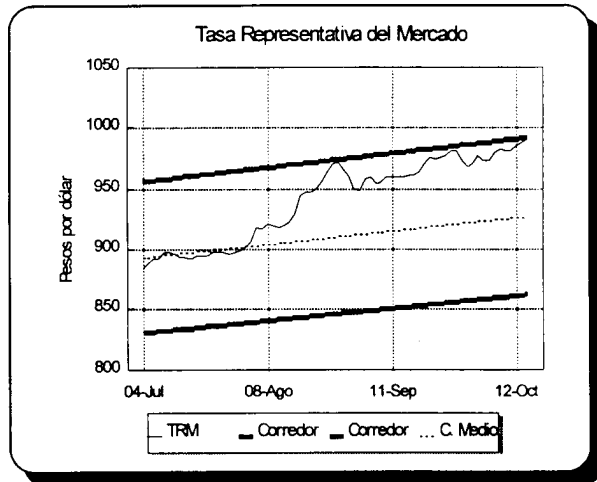
El repunte en la devaluación nominal se ha reflejado rápidamente en el índice de tasa de cambio real calculado por el Banco de la República (ITCR). En el mes de septiembre, éste se situó en 101,9, para una devaluación real del 10.6% en lo corrido de 1995.

Sin embargo, la mayor devaluación nominal aún no se ha reflejado en el comportamiento reciente de los precios relativos entre bienes transables y no transables; a septiembre este

indicador presentaba una revaluación del 4%, debido a que los precios de los bienes transables internacionalmente (y con mayor sensibilidad a la devaluación nominal) crecieron 16,8% anual mientras que los precios de los no transables lo hicieron en 23,6%.

Gráfico 4

TRM y Banda cambiaria



Fuente: Banco de la República

Es de esperarse que, a medida que los precios de los transables comienzen a incorporar los efectos de la reciente evolución de la tasa de cambio, reflejen no sólo una devaluación real, sino también un mayor crecimiento en el nivel general de precios.