

POLITICA MACROECONOMICA:

DOS ACTORES, UN ESCENARIO Y MUCHOS PERDEDORES.

Nadie duda de la necesidad de reducir la inflación como un mecanismo que asegure la estabilidad macroeconómica para el crecimiento; tampoco se duda de las bondades que en el largo plazo suelen acompañar a una mayor y más eficiente inversión del gobierno.

Esta doble percepción, y la evolución de la política económica reciente indican que en el escenario previsible tanto el Banco de la República como el Gobierno Nacional pondrán todo su empeño en lograr sus objetivos particulares.

Sin embargo, y precisamente por la importancia de cada uno de sus objetivos, es necesario que esas gestiones se realicen en un ambiente de claro balance de poderes autónomos y con la prevalencia del sentido patriótico en cada uno de ellos (esperamos que la mención del patriotismo no se vea como una disminución del carácter técnico de esta nota).

Un juego no cooperativo

La Junta Directiva del Banco de la República ha destacado la efectividad de la política monetaria en cuanto al crecimiento de la cartera de crédito se refiere; dicho objetivo planteado a comienzos de año es compatible con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Sin embargo, los resultados en términos de inflación aún no son satisfactorios, a pesar de que hacia allí se han dirigido todos sus instrumentos y esfuerzos. Mientras que el crecimiento económico se ha frenado, la inflación básica permanece estancada alrededor del 22% desde el año pasado.

Por su parte, a pesar de los recortes realizados por el Gobierno Nacional, la presión fiscal ha continuado siendo excesiva: el ritmo de crecimiento del gasto público no cede, de forma que ya se estima para el presente año un déficit fiscal del 1% del PIB, cuando la meta intermedia era un superávit de 0,78% del PIB.

La dificultad de reducir el gasto público se explica por diversos factores, entre los que cabe mencionar los siguientes: las presiones políticas que afronta el gobierno -que suelen ser mayores a comienzos de la administración, cuando tiene que atender muchos de los compromisos de campaña-; el problema fiscal heredado de la ley 60 de 1993, que puso en marcha la distribución de recursos y competencias consagradas en la Constitución de 1991: la obligación de contabilizar como ingresos corrientes los recursos de la licitación de la telefonía celular; el freno a los procesos de privatización previstos para el presente año, hasta que se apruebe en el Congreso una ley que lo permita; etcétera.

En vista de tal dificultad, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener el ajuste monetario que se inició desde el segundo trimestre de 1994, anunciando que el crecimiento de M1 para 1995 apenas alcanzará el 16%, es decir, 6,3 puntos menos que la tasa de crecimiento anunciada en su último Informe al Congreso, y la más baja de los últimos 15 años. De esta manera, la intención anunciada de llevar los medios de pago al centro de su corredor, sigue sin ocurrir.

Provisión de la liquidez para el fin de año

Semejante crecimiento de la oferta de dinero había sido estimado por la Asobancaria, bajo el supuesto de que la autoridad monetaria no toma medidas particulares para proveer la mayor liquidez requerida.

Resulta razonable pensar que el Banco de la República no puede soltar las amarras de la liquidez hasta tanto no se estabilice el mercado cambiario. Pero hay que prever que la mayor demanda estacional debe ser atendida.

Quizá en ese camino se orienta la última resolución de la Junta Directiva del Banco de la República. De acuerdo con el comunicado de prensa del 27 de octubre de 1995, el Banco facilitará el acceso a los cupos de liquidez y ampliará esa opción para que ahora cobije a las compañías de financiamiento comercial.

Dado que ese tipo de medida apunta a situaciones transitorias, no debe dejarse de lado la opción de completar los recursos requeridos vía una reducción de los niveles de encaje, como lo hemos sugerido en otras ocasiones.

Mayor calidad en el gasto público

Conceptualmente hablando, el control a la inflación aparece como un objetivo socialmente más equitativo que una política inconsistente de gasto público. El primero trae consigo beneficios para todo el conjunto de la sociedad, mientras que el segundo puede direccionarse, de acuerdo con criterios estrictamente políticos, hacia cierto tipo de destinos que no necesariamente sean consistentes con las metas de inflación.

En primera instancia parece menos costoso en términos económicos iniciar un proceso de reestructuración del gasto público, a favor del gasto de inversión *vis a vis* una reducción y un uso más eficiente de los gastos de funcionamiento. Tal medida ayudaría a amortiguar el efecto que sobre el sector privado trae la combinación mortal de un elevado gasto público y una política monetaria restrictiva.

1. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

Como va se ha señalado en esta publicación, no es fácil que M I finalmente alcance el corredor monetario. En la Semana Económica Asobancaria N° 19 de septiembre 96, señalamos como probable un crecimiento máximo de M1 del 16% para fin de año; sobre la cual coincide la proyección por un codirector del Banco de la República.

A pesar del prolongado apretón monetario, no se perciben los efectos deseados sobre la inflación. En opinión del Banco de la República, la restricción monetaria tendría un efecto rezagado de doce meses sobre el nivel de precios; sin embargo, transcurridos 17 meses desde que comenzó el descenso en el crecimiento de M1, el indicador de inflación básica se mantiene estancado.

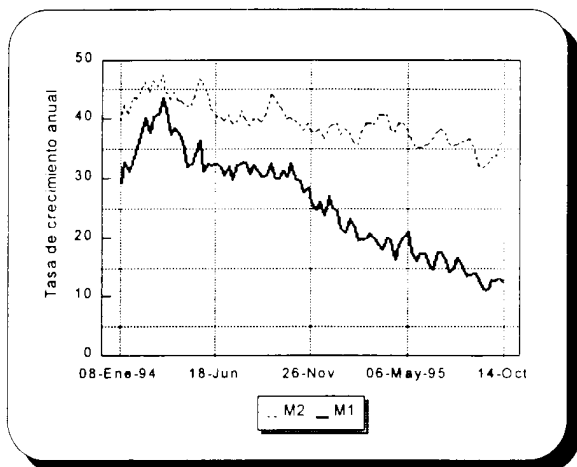
Resulta interesante observar que los bajos crecimientos de M1 no se han reflejado en las tasas de interés en los últimos meses. El lo se podría interpretar de dos maneras: la demanda de crédito habría disminuido como resultado del menor ritmo de la actividad económica; o. debido al desbordamiento monetario de los años anteriores, para la fecha se tendría una adecuada oferta de saldos reales: los niveles actuales de la razón M1/PIB a precios reales, son equivalentes a los observados en 1990.

Al parecer ambos puntos de vista se podrían complementar para explicar la estabilidad en las tasas de interés en los últimos meses. El crecimiento de la cartera del 38% es bastante inferior a los niveles de los dos años anteriores, sin embargo su desaceleración en el período corriente no explicaría por si sola una liberación de recursos equivalente para mantener estable la tasa de interés.

En consecuencia, si M1 sólo crece 16°/o en el año, las tasas de interés podrían experimentar un reajuste, debido al repunte estacional en la demanda de dinero a fin de año.

Gráfico 1

Tasa de crecimiento anual de M1 y M2



Fuente: Banco de la República

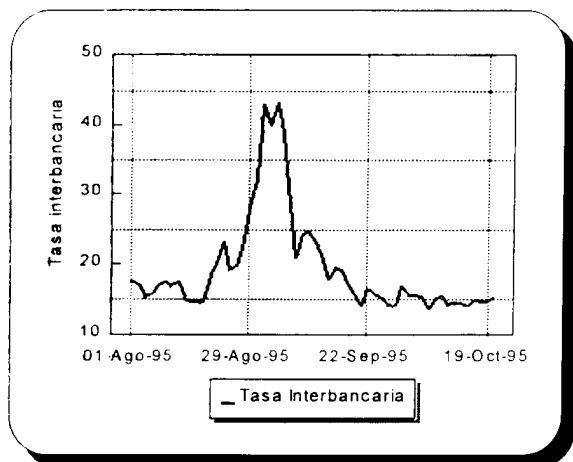
Al terminar la segunda semana de octubre, los principales agregados monetarios presentaron las siguientes tendencias anuales: M1 creció 19,3%, M3 36,1% y la Base Monetaria 17,6%. En esa semana M1 cayó \$65 mil millones a pesar de que la Base monetaria aumentó \$47 mil millones. La disminución en los medios de pago, obedeció a la caída en el multiplicador, explicada, a su vez, por el aumento en las reservas del sistema financiero. frente al bajo crecimiento de las cuentas corrientes.

El aumento de la base monetaria en esa semana, al igual que la anterior, se explica en gran parte por la redención de Títulos de Participación, que permitieron que el saldo de las OMA cayera \$60 mil millones.

B. Tasas de Interés

La evolución del mercado interbancario en la semana que terminó el 27 de octubre no registró variaciones significativas con respecto al comportamiento de las últimas semanas. La tasa interbancaria tuvo un promedio de 15,7% E.A., el más alto del mes: la desviación estándar en lo corrido de octubre fue de 0,63. indicando una marcada estabilidad; ella refleja la liquidez que se observa en el mercado de corto plazo.

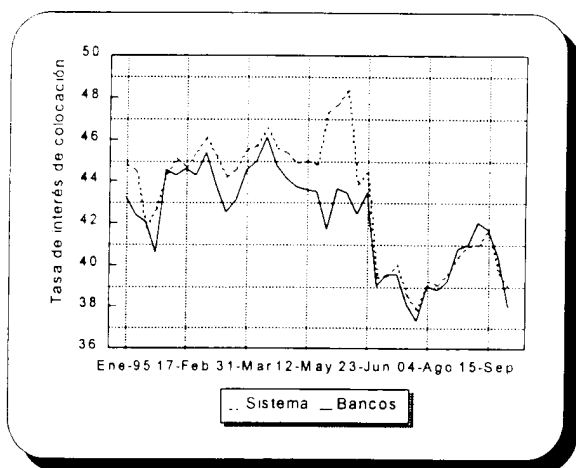
Gráfico 2
Tasas interbancaria diaria



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

La intervención de la autoridad monetaria a través de las OMA ha estabilizado la tasa en torno a un 15% E.A. Durante esa semana fueron frecuentes las colocaciones de Títulos de Participación clase B a un día, en operaciones que llegaron a tener un valor de \$350.000 millones aproximadamente. Sin embargo, el Banco también realizó colocaciones a siete y quince días a tasas del 17 y 18% E.A.

Gráfico 3
Tasas de interés de colocación del sistema financiero y bancos



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Ante esta situación de liquidez, la tasa de CDT 90 días no ha vuelto a tener movimientos importantes; como se ha venido explicando, las instituciones financieras no están interesadas en recibir recursos a este plazo por tesorería, a menos que provengan de reinversiones de títulos.

De acuerdo con la última información de la Superintendencia Bancaria, las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero para la última semana de septiembre.

fueron de 30,4% E.A. y 39,0% E.A. respectivamente. Desde mediados de septiembre, las tasas de interés presentan una tendencia descendente (gráfico 3).

C. Cartera de Créditos.

La aproximación a la meta de crecimiento del 35% en la cartera será quizás uno de los mayores logros que podrán exhibir las autoridades monetarias este año; las cifras disponibles para la semana que terminó el 14 de octubre indican que la cartera total del sistema financiero creció un 37,9% anual.

Se destaca la tasa de crecimiento anual de 35,8% de la cartera en moneda legal; mientras que la cartera en moneda extranjera creció un 47,9%.

Los indicadores de calidad de cartera del sistema financiero, disponibles hasta finales de septiembre muestran una notable mejoría (cuadro 1); el indicador presentaba un valor de 5,96 continuando con la tendencia descendente que se inició al promediar agosto.

Cuadro 1
Indicador de Calidad de cartera*
Septiembre de 1995

| | Sistema | Bancos | C.F. | C.A.V. | C.F.C. |
|--------|---------|--------|------|--------|--------|
| 02-Sep | 6.21 | 7.17 | 3.35 | 4.55 | 11.50 |
| 09-Sep | 6.24 | 7.15 | 3.41 | 4.56 | 12.46 |
| 16-Sep | 6.19 | 7.07 | 3.42 | 4.59 | 12.46 |
| 23-Sep | 6.18 | 6.96 | 3.40 | 4.65 | 12.66 |
| 30-Sep | 5.96 | 6.74 | 3.30 | 4.63 | 11.36 |

*Calidad de cartera = (Cartera vencida/cartera bruta)

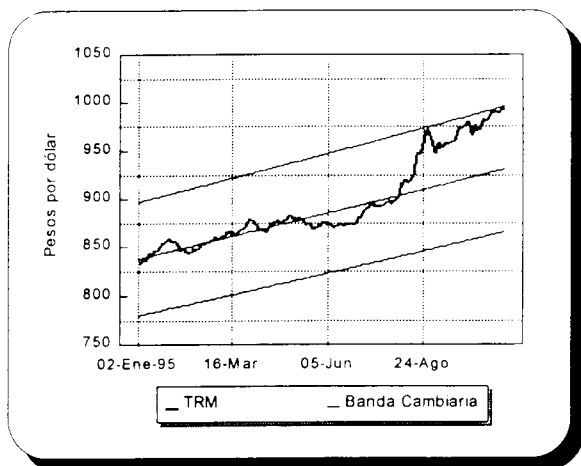
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria

II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 27 de octubre, la tasa representativa del mercado, terminó en 994,99, tan sólo \$1,20 por debajo del límite superior de la banda cambiaria: es de destacar que el 25 de octubre la tasa estuvo a 42 centavos del límite superior, la menor distancia del año (gráfico 4).

La tendencia observada de la TRM bordeando el límite superior de la banda cambiaria pero sin rebasarlo, indica claramente la credibilidad del mercado en la política cambiaria, al menos en lo que resta del año. Su perspectiva para el año de 1996 dependerá fundamentalmente de la programación macroeconómica que se implemente para lograr la meta de inflación del 15%.

Gráfico 4
TRM y Bandas cambiarias



Fuente: Banco de la República