

Resolución 28

PESOS MAS, PESOS MENOS... EL RESULTADO NO LO SABEMOS

El problema central de la política de corto plazo, en la actualidad, es el de mantener unos niveles aceptables de liquidez y de tasas de interés. Por ello, y dado el crecimiento de los principales agregados monetarios el Banco de la República ha venido adoptando diversas medidas que apuntan a evitar sobresaltos importantes en las condiciones de liquidez de la economía.

La actual dinámica de las variables de corto plazo puede sintetizarse así:

- a) El Banco de la República tiene el poder de defender la banda cambiaria, hasta el punto en que esa tarea no dé lugar a una excesiva contracción de los medios de pago.
- b) Los medios de pago crecen muy por debajo de las dos metas establecidas (inicialmente 24,5% y luego 23,5%) pero, dado que ello está asociado a una redefinición del agregado de dinero, su escaso dinamismo puede no traducirse necesaria y directamente en incrementos de las tasas de interés. Esto no quiere decir que la relación entre liquidez y tasas de interés haya desaparecido, sino que es el indicador de liquidez el que ha cambiado.
- c) La liquidez de corto plazo ha sido abundante -por razones ya expresadas en otra oportunidad- y aunque es muy probable que la interbancaria aumente en diciembre, no alcanzará los niveles típicos de esa temporada.

En este contexto, y dado el salto de la tasa de cambio, que ha obligado al Banco de la República a intervenir en el mercado para defender la banda cambiaria, las diversas medidas anunciadas por la Junta Directiva del Banco en su comunicado de prensa del 10 de noviembre y en la Resolución Externa número 28 apuntan a: i) mejorar las condiciones de liquidez para lo que resta del año y fortalecer los mecanismos de prevención de crisis de liquidez; ii) reafirmar el mantenimiento del nivel actual de la banda cambiaria y reducir las presiones devaluacionistas; y iii) reducir el crecimiento de la cartera de los establecimientos de crédito. Todos esos efectos esperados, a su vez, deben combinarse para permitir el cumplimiento de la meta de inflación que se establezca para 1996.

Rentabilidad de títulos de participación y encaje sobre cuentas corrientes oficiales

La extraña relación que se plantea en la actualidad entre tasas de interés y crecimiento de los agregados monetarios, dificulta la formación de una expectativa relativamente sólida con respecto al comportamiento futuro de las tasas de interés. Esto, porque el muy bajo dinamismo de los medios de pago debería tener como contrapartida unas tasas de interés más altas. Además, la historia ha demostrado que las condiciones de liquidez pueden modificarse en forma relativamente rápida.

Ante estas circunstancias, el incremento de la rentabilidad ofrecida por los títulos de participación de corto plazo y la disminución de los encajes sobre los depósitos en cuentas corrientes oficiales, apuntan a mejorar las condiciones de liquidez del sistema y la rentabilidad relativa del peso frente al dólar.

La mayor rentabilidad de los títulos de corto plazo reduce el costo de oportunidad de los recursos en el mercado de dinero. El gráfico 1 muestra el comportamiento de la tasa a la vista y la de los TPs a 7 días.

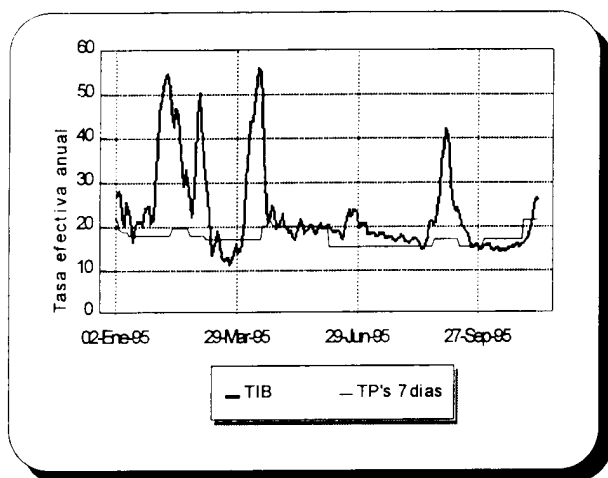
La disminución de los encajes en cuentas corrientes oficiales corrige en parte los desequilibrios competitivos que introdujo la imposición del encaje marginal. Las entidades

que tenían una mayor base de depósitos en cuenta corriente a la última semana de abril se beneficiaban mucho menos de la reducción en los niveles del mismo.

La mayor participación de algunas entidades bancarias en el total de depósitos en cuenta corriente, a su vez, está vinculada con la historia de los depósitos oficiales: el gobierno canalizaba tradicionalmente altos montos de recursos hacia esas entidades, haciendo que participaran en forma más importante en el funcionamiento del sistema de pasos de la economía.

Gráfico 1

Tasa de los títulos de participación a 7 días e interbancaria



Fuente: Banco de la República y encuesta diaria Asobancaria.

La disminución de los encajes sobre las cuentas oficiales corrige en parte esa distorsión porque da lugar a una liberación importante de recursos. Si se supone que la medida empezó a regir el pasado 28 de octubre -que corresponde a la última información observada disponible- la liberación de recursos hubiera ascendido a aproximadamente \$280 mil millones; en esa misma fecha, y teniendo en cuenta el impacto sobre el multiplicador monetario, esa misma liberación de recursos hubiera dado lugar a una tasa de crecimiento anual de los medios de pago del 18% es decir, 6 puntos porcentuales por encima de la observada.

Una proyección hasta diciembre 31 de 1995, indica que la tasa de crecimiento anual de los depósitos en las cuentas corrientes oficiales será de alrededor del 9,5%, es decir, 14 puntos por debajo de la observada en 1994. Ese menor dinamismo, atenúa el impacto potencial de liberación de recursos.

Incremento en el encaje de los CDT: ¡Cuidado con el ahorro!

Las diversas medidas de encaje adoptadas durante 1995 tienden a desestimular el ahorro. El incremento del encaje sobre los CDT se dio inicialmente mediante el establecimiento de un encaje marginal mucho más alto que el encaje ordinario, mediante la expedición de la Resolución Externa número 17 de 1995.

Ahora, mediante la resolución 28, la Junta Directiva decidió incrementar el encaje ordinario a 5 puntos, en forma paulatina. Su implementación será gradual, partiendo de un encaje del 3% para enero, 4% para febrero y 5% a partir de marzo de 1996. Simulaciones hechas por Asobancaria indican que con esta medida, el encaje promedio ponderado sobre CDT se incrementará enormemente, al pasar de un nivel actual de 3,5% en octubre a 4,2% en enero, 5,13% en febrero, y 5,9% en marzo de 1996.

La estructura de encajes establecida mediante la Resolución 17, hace que los recursos congelados aumenten en forma importante, dada la tendencia creciente de las captaciones mediante CDT. A ello se sumará el impacto esperado de la resolución 28: los cálculos de la Asobancaria, indican que en marzo de 1996, suponiendo una tendencia de crecimiento similar al promedio observado en los últimos cinco años, los recursos congelados por ese concepto serán de \$182 mil millones adicionales.

Estas medidas buscan el cumplimiento de las metas de crecimiento del crédito al sector privado (28%) y de la inflación (16%), inicialmente anunciadas para 1996. Un indicador aproximado del costo financiero que deben enfrentar las entidades que captan mediante CDT es el que establece la tasa de colocación. Si se supone que la tasa activa será, en marzo de 1996, similar a la observada hacia mediados de octubre de 1995, ese costo adicional ascendería aproximadamente a \$70 mil millones.

Es de esperarse, además, que la liberación de recursos a que dará lugar la disminución de los depósitos en cuentas corrientes oficiales favorezca un ambiente propicio para la reducción de las tasas de interés del sistema.

1. POLITICA MONETARIA

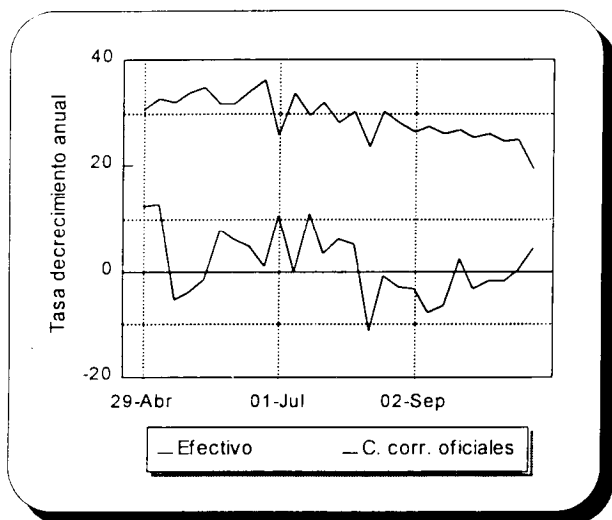
A. Agregados Monetarios

Durante la semana que terminó el 24 de octubre, el saldo de los principales agregados monetarios aumentó con respecto a la semana anterior; sin embargo en las tendencias anuales, su tasa de crecimiento continúa presentando una evidente desaceleración.

En la semana en cuestión, se destaca la reducción de la tasa de crecimiento anual del efectivo (19,6%), que desde agosto había estado en promedio en 26,7%: por el contrario, las cuentas corrientes oficiales presentaron la variación anual más alta (4,4%) desde hace 3 meses (Gráfico 2).

Gráfico 2

Efectivo y Cuentas corrientes oficiales, tasas de crecimiento anual



Fuente: Banco de la República

B. Tasas de Interés

En el mercado interbancario, durante la semana que terminó el 10 de noviembre, se registró una tasa promedio de 26,02% E.A., superior en 10 puntos a la observada a principios del mes anterior (15,7% E.A). Este repunte refleja el impacto de la colocación de OMA con tasas de 21% y 22% E.A. para plazos entre 7 y 17 días. El Banco de la República colocó Títulos de Participación clase B por \$221.264 millones, un 28,2% menos que la semana anterior, pero a su vez se vencieron \$200 mil millones.

A pesar de lo anterior, parecería que la iliquidez del mercado no se profundizó debido al incremento de las cuentas convenio de la Tesorería y del ISS.

La intervención del Banco de la República en el mercado interbancario tuvo como objetivo primordial defender la banda cambiaria.

En efecto, la colocación de Títulos de Participación restringió temporalmente la liquidez interbancaria y elevó la tasa por encima del 20%; de esta manera se buscó igualar la rentabilidad de ambos mercados.

A partir del 10 de noviembre, el Banco de la República anunció un aumento de dos puntos en las tasas de interés de intervención en el mercado monetario, para plazos de siete y quince días, con lo cual quedan en 23% y 24%, respectivamente.

Lo anterior, sumado a la determinación de elevar el multiplicador monetario, permite prever un fin de año sin mayores presiones sobre la tasa de interés.

C. Cartera de Créditos.

Al terminar la semana del 24 de octubre, la tasa de crecimiento anual de la cartera fue de 37,9%, tan sólo tres puntos por encima de la meta establecida en la programación macroeconómica.

Cuadro 1
Composición de la cartera del sistema financiero
Porcentajes

	Oct-13-95		Oct-15-94	
	Vencida	Bruta	Vencida	Bruta
Sistema	100.0	100.0	100.0	100.0
Bancos	56.1	50.3	63.2	50.6
C.F.	8.0	13.2	6.3	12.3
C.A.V.	22.9	29.5	15.8	29.4
C.F.C.	12.9	6.9	14.1	6.8
Otros	0.1	0.1	0.6	0.9

Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria

El indicador de calidad de la cartera del sistema financiero para mediados de octubre se situó en 5,87%; manteniendo la tendencia a mejorar, que se observa desde hace seis semanas. Durante el último año la composición de la cartera bruta, según grupos de intermediarios, ha permanecido prácticamente inalterada. Sin embargo la distribución de la cartera vencida muestra una mayor participación de las CAV, que se explica por los efectos de la medida de calificación de la cartera.

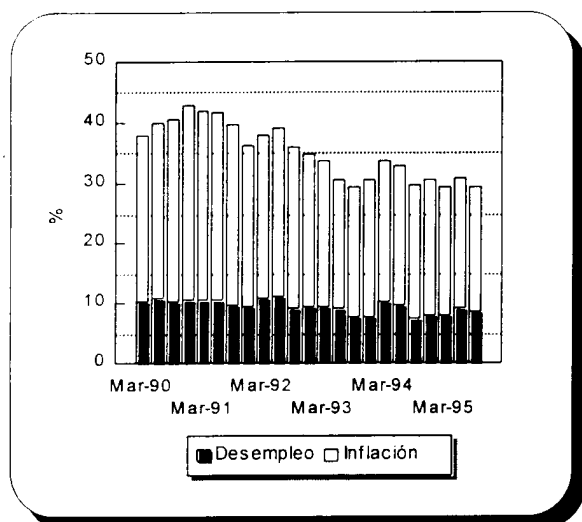
II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana del 11 de noviembre la TRM superó el nivel de los mil pesos. Sin embargo, las presiones especulativas contra el peso no se tradujeron en una depreciación por encima del límite superior de la banda, debido a la intervención del Banco de la República y al repunte en los reintegros de divisas.

Según la información de Citiinfo, el mercado cambiario presentó transacciones por US\$439 millones, 19,6% superior al valor de la semana anterior. El volumen más grande de negociaciones se realizó el viernes y coincidió con el descenso que tuvo la cotización de dólar.

III. INFLACION Y DESEMPLEO

Gráfico 3
Indicador de miseria en Colombia
Mar/90-Sep/94



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria.

Las bondades de una política económica se pueden evaluar de acuerdo con el bienestar que se le brinde a sus ciudadanos; una medida de ello puede ser que los niveles de empleo aumenten y que la tasa de inflación disminuya.

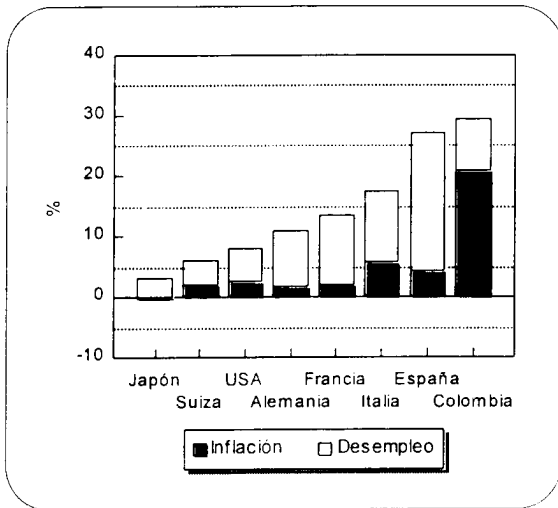
Para evaluar este aspecto en la perspectiva reciente, se elaboró un Indicador de Miseria (IM), definido como la suma de la tasa de desempleo y la inflación anual observada. Desde luego que este indicador no recoge aspectos relacionados con la pobreza, la distribución del ingreso, ni la calidad de vida, pero permite hacer una aproximación a los efectos sociales de la política económica: un deterioro en el IM se refleja en el nivel de bienestar de la población.

Las estadísticas de septiembre muestran que el IM es del 29,7% para Colombia (inflación del 20,8% y desempleo del 8,7%). Este indicador ha presentado una tendencia descendente en el período 1990 - 1994.

En comparación con otros países, nos encontramos muy cerca de España (27,1%) y muy por encima del Japón, los Estados Unidos y la CE.

Aún considerando que el comportamiento de la inflación y el desempleo en esos otros países difiere mucho del nuestro, es importante resaltar que si se reduce el IM (sin sustituir componentes) habrá mejoras en el bienestar y un positivo efecto social.

Gráfico 4
Indicador de miseria
Comparación internacional a septiembre



Fuente: *The Economist*. Dane. Cálculos Asobancaria