

La política monetaria en 1995:

Exitos, Victorias Pírricas e indefiniciones

Llegó diciembre, mes de inventarios. Ese sano ejercicio a escasos veinte días de acabar 1995, deja bien librada la gestión de política monetaria en varios aspectos. Sin embargo, en otros, sobreviven las vueltas en "U" y sobre todo, la falta de información suficiente que le permita a los analistas y a la opinión pública en general, conocer los argumentos que sustentan sus decisiones y el horizonte hacia el cual ellas se dirigen.

La intervención en el mercado interbancario.

Lo hemos dicho: La intervención de la autoridad monetaria en el mercado a la vista y en el mercado interbancario en dólares, ha garantizado y defendido la estabilidad de los precios que allí se conforman.

En el primer caso, es necesario recordar que durante varios períodos, en 1995, la tasa interbancaria registró una estabilidad sin precedentes. Aunque en términos anuales a nivel de oscilación de la tasa interbancaria (medida mediante la desviación estándar) no es significativamente inferior a la de otros años, el comportamiento en algunos períodos sí muestra unos niveles de variabilidad mucho más bajos que el histórico.

Este año el comportamiento de la tasa "se escapó" al incremento de junio, que si la había afectado en forma importante en los dos años anteriores, y aunque en la actualidad presenta una tendencia ascendente, es poco probable que alcance los exagerados niveles registrados en los diciembres anteriores.

En el caso del mercado interbancario en dólares y del salto de la tasa de cambio registrado en agosto, el Banco de la República demostró su competencia técnica para defender la banda cambiaria.

Ahora las tesorerías tienen claro que un intento de moverse por encima de la banda, con intenciones especulativas les puede salir bien costoso, y que no se dispone de una abundante munición que pueda traducirse en ataques especulativos contra el peso.

Las Omas vuelven a jugar y la cartera cede

El colosal error de manejo de la política monetaria en 1991 dio lugar a un exagerado incremento en el saldo de las operaciones de mercado abierto. El balance del Banco de la República se convirtió en un gigante deforme y el pago de la deuda se hizo tan costoso que terminó por reducir la eficacia de las OMA como instrumento de política monetaria. Claro está que políticamente nadie fue llamado a cuentas por ese hecho.

La continua disminución en el saldo de las operaciones de mercado abierto durante 1995 ha permitido al Banco de la República recuperar el margen de maniobra sobre el control de la liquidez de la economía, que había perdido entonces.

De otro lado, los resultados de la política monetaria fueron exitosos en cuanto al objetivo de desacelerar el ritmo de crecimiento de la cartera de créditos. En la actualidad, la tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda legal alcanza niveles del 36,6%, es decir, muy cercanos a la meta establecida para la cartera total (35%). Por su parte, el crecimiento anual de esta última está alrededor del 37,8%.

La Junta Directiva del Banco de la República y el juego de "Las Escondidas" con los agregados monetarios

En el campo del control de la inflación y de los agregados monetarios los resultados no han sido tan halagüeños.

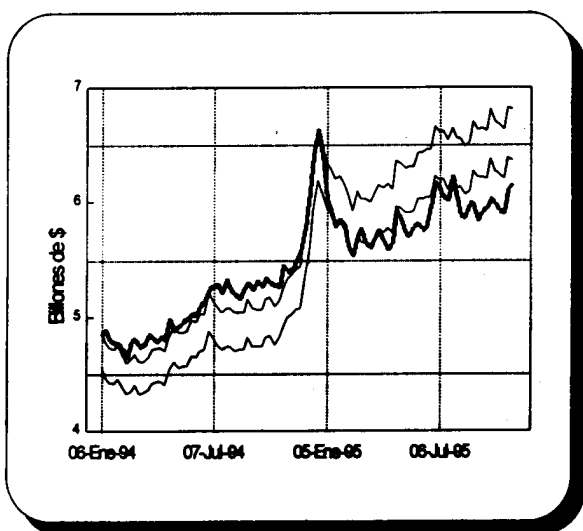
El esfuerzo persistente por reducir el crecimiento de los medios de pago se tradujo en una permanencia de sus saldos muy por debajo del corredor monetario.

Sin embargo, ello no implica necesariamente la desaparición de los problemas de la política monetaria. El eterno rezago entre el ejercicio de política y el impacto sobre el comportamiento de los precios está relacionado con la pérdida de relevancia de los medios de pago como variable de control monetario.

Uno de los objetivos fundamentales de las modificaciones recientes en los niveles y estructura del encaje es precisamente el de tratar que el M1 recupere su importancia, mediante disminuciones en los encajes sobre los depósitos en cuenta corriente. Sin embargo, las autoridades monetarias no ofrecen información suficiente en cuanto a los criterios con base en los cuales se estableció el nivel hacia el cual deben tender todos los encajes para su homogenización.

Las implicaciones del incremento en los encajes sobre los CDT en términos de costos para el sector, la disminución en los encajes sobre cuentas corrientes y la posibilidad de remunerar este tipo de captaciones, pueden jugar un papel importante en la reversión de la tendencia descendente de estos últimos.

Gráfico 1
Medios de pago y su corredor



Fuente: Banco de la República y cálculos Asobancaria

En los últimos años, el comportamiento de la demanda agregada parece estar más estrechamente relacionado con la evolución de agregados monetarios más amplios que el M1. Este proceso está asociado con el desarrollo de otros instrumentos financieros y con la pérdida, por parte de los bancos, del monopolio en el manejo del sistema de pagos.

El incremento de las tasas de interés registrado desde 1994, resultó de una política monetaria orientada precisamente a desacelerar el ritmo de crecimiento de la demanda

agregada. Sin embargo, hacia finales de junio de 1995 se produce un nuevo viraje de política, de acuerdo con el cual la Junta Directiva del Banco de la República pretende acelerar el descenso de las tasas de interés mediante el establecimiento de un desafortunado control sobre las tasas activas. Esa decisión desconoció que el mercado se venía ajustando a la baja y que era necesario dar un margen de tiempo para llegar a los niveles requeridos.

El manejo técnico de ese control generó muchos dolores de cabeza; hasta tal punto que la autoridad se vio precisada a suspender la vigencia de la norma antes del tiempo inicialmente previsto. De esta manera, se buscaba además neutralizar las expectativas (presiones alcistas) que los controles estaban fomentando.

Esta política de altas tasas de interés afectó negativamente la rentabilidad del sistema financiero en contraposición a lo que el común de la gente esperaría.

"Un horizonte lejano"

Aunque *ex-post* todos estos hechos pueden entenderse, no es claro cuales están siendo las directrices de la intervención. La política monetaria de los últimos años se asemeja a una montaña rusa, en la que las autoridades monetarias cambian la variable de control (cantidad de dinero en circulación o tasas de interés), sin que los resultados cambien mucho.

La falta de contundencia de los resultados en términos de inflación, por su parte, contrasta con los costos efectivos de esa política, que claramente se están traduciendo en un menor ritmo de crecimiento del sector financiero y de la actividad económica en general.

En este contexto, es importante llamar la atención sobre la justificación de los costos de la política monetaria, más aún cuando para el próximo año se espera una permanencia del ajuste monetario sobre agregados más amplios que el M1.

Las autoridades monetarias deben señalar en detalle los instrumentos y metas intermedias de la política monetaria para 1996.

1. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

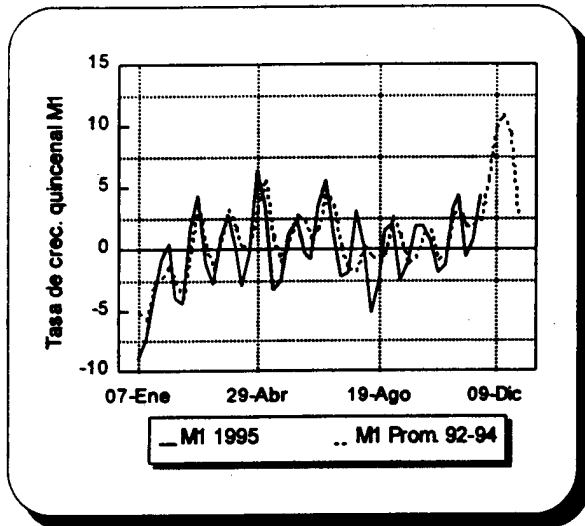
El 10 de noviembre la Junta Directiva del Banco de la República consideró que para avalar el aumento estacional de M1 al final de año, las redenciones previstas de OMA no eran suficientes; se hacia imperativo liberar más recursos. De esa manera se decidió que desde el primero de diciembre los encajes ordinarios de las cuentas corrientes oficiales disminuirían a 40% y el sistema dispondría de \$280 mil millones adicionales (sin contar el efecto multiplicador de los mismos).

Aunque la liberación de encajes le inyectó mas recursos al sistema, estos no han sido suficientes, ya que se presentó un aumento de 14 puntos en la tasa interbancaria durante la primera semana de diciembre.

Aún queda la duda en torno a si existirá suficiente liquidez en el mercado; ya que en caso de que M1 presente las mismas tasas de crecimiento quincenal de los últimos 3 años, seria necesario satisfacer un aumento adicional cercano a los \$650 mil millones en las próximas tres semanas.

Por el momento, las cifras disponibles del Banco de la República para la semana que terminó el 25 de noviembre indican que M1 iniciaba el ascenso acostumbrado de fin de año con un aumento semanal de \$124 mil millones; la base monetaria aumento \$263 mil millones y por el contrario, M2 presentó una caída de \$195 mil millones.

Gráfico 2
M1. Tasas de crecimiento quincenal



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

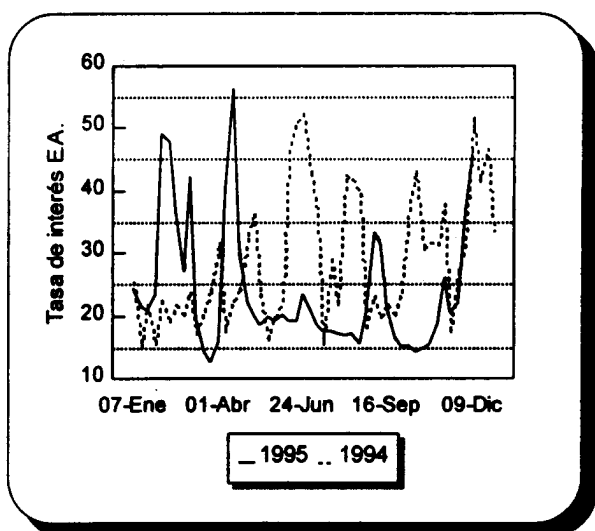
Al interior de M2 es necesario destacar la caída en las tasas de crecimiento anual de los cuasidineros (en las últimas seis semanas ha disminuido 10 puntos); esto se explica en las bajas tasas de crecimiento de los depósitos en cuentas de ahorro en Upac (26,3%) y de las captaciones mediante certificados a término de los bancos (27,1%); sin embargo las cifras aún no muestran descensos absolutos en las cuentas de ahorro de los bancos ni en los de las CAV.

Las OMA cada vez pierden más posibilidades de ser el instrumento potencial para incrementar la base monetaria y por ende, elevar la oferta de dinero; para el 25 de noviembre, el saldo de OMA era de \$628 mil millones, de los cuales sólo el 32,5% estaba en poder del sistema financiero; esta baja participación, a su vez, se constituye en una restricción a la realización de operaciones Repo, dado que éstas se realizan principalmente sobre títulos de participación y TES.

B Tasas de Interés

En la semana que terminó el 7 de diciembre, el mercado de dinero de corto plazo registro las tasas más altas del último trimestre del año; la tasa interbancaria pasó de 40,16% E.A. el lunes 4 de diciembre, a una tasa del 54,72% E.A. tres días después.

Gráfico 3
Tasa Interbancaria



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

Este comportamiento dejó sin piso las expectativas que los agentes se habían formado sobre bajas tasas en diciembre; la liquidez del mercado a la vista observada durante 1995 y la liberación de recursos provenientes del encaje de las cuentas corrientes oficiales, hacían pensar en esa posibilidad.

Las entidades que resultaron más afectadas fueron las corporaciones de ahorro y vivienda, las cuales han registrado grandes necesidades de recursos, originadas en los retiros de Ecopetrol y el Instituto de Seguros Sociales. Aunque las CAV pueden acceder a cupos transitorios de liquidez en el Banco de la República, no lo han hecho debido a que implicaría sujetar la evolución de sus colocaciones a las consideraciones impuestas por la Resolución 25 de 1995.

Ante estas circunstancias, el Banco de la República realizó operaciones Repo por \$181.200 millones de pesos a una tasa del 45% E.A.; sin embargo la intervención del Banco no fue suficiente para establecer un techo a la tasa interbancaria.

El Banco de la República también colocó títulos de participación clase B por un monto de \$2,289 millones a quince días de plazo, a tasas entre el 24% y 30% E.A.

De otra parte, la tasa de captación en CDT a 90 días, reaccionó al alza alcanzando niveles del 35% E.A. Este incremento está asociado a las necesidades de liquidez de los intermediarios financieros, y es de esperar que sea pasajero.

Para la semana que termina el 14 de diciembre, las presiones que se registran en el mercado, además de los escasos vencimientos de OMA, no dejan tranquilos a algunos intermediarios, quienes consideran que la tasa no bajará, y que por lo menos se mantendrá en el nivel de la semana anterior.

Cuadro 1
Vencimiento de OMA
(Millones de pesos)

11-dic-95	25.883
12-dic-95	2.667
13-dic-95	296
14-dic-95	3.085
15-dic-95	1.612
Total	33.543

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

En la semana que terminó el 11 de noviembre, la tasa de interés promedio de captación del sistema financiero se situó en 29,33% E.A., registro muy similar al de una semana atrás (29,25%). De acuerdo con la Superintendencia Bancaria, la tasa básica de referencia a 90 días para los bancos al 6 de diciembre, estaba en 32,21% E.A.

La tasa de interés promedio de colocación para todo el sistema financiero registró un valor de 39,90% E.A., muy parecida al registro anterior (39,50%). Sin embargo como se podría anticipar, dado el comportamiento de la tasa de interés de los CDT a 90 días (calculados con base en la encuesta diaria de Asobancaria), esta puede presentar una tendencia ascendente.

Aunque un aumento en las tasas de interés del mercado interbancario le conviene al Banco de la República (en la medida en que permite que la TRM disminuya), es un arma de doble filo que puede llevar a subir las tasas de interés del sistema financiero; para evitar eso, el Banco de la República tiene la posibilidad de hacer operaciones Repo, pero como ya se dijo antes, existen ciertas limitaciones.

C. Cartera de Créditos

De acuerdo con las cifras suministradas por el Banco de la República, en la semana que terminó el 25 de noviembre, la tasa de crecimiento anual de la cartera total del sistema financiero fue de 37,3%; esto representa una leve disminución de 0,1 puntos en una semana.

Cuadro 2
Indicador de calidad de la cartera*

	31-Dic-94	28-Oct-95	11-Nov-95
Bancos	5.76	6.40	6.70
C.F.	2.93	3.60	4.05
C.A.V	4.08	4.46	4.43
C.F.C	11.35	11.11	11.18
Sistema	5.29	5.78	5.99

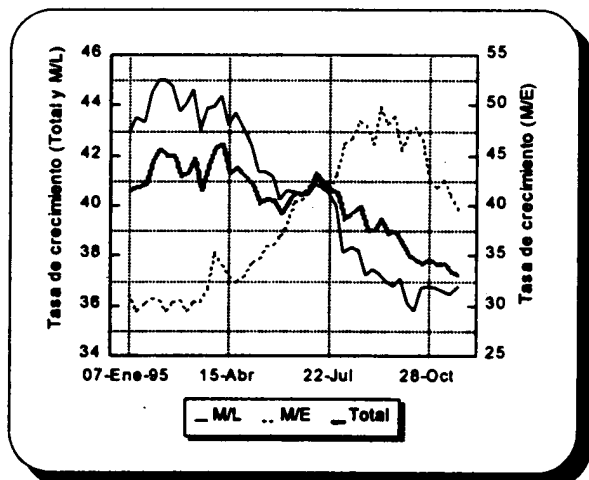
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria

* % (cartera vencida/cartera bruta)

La tasa de crecimiento de la cartera mantiene una tendencia decreciente en dirección al 35%; sin embargo se empieza a notar una desaceleración en el descenso del ritmo de crecimiento

de la cartera en moneda legal (gráfico 4); la cartera en moneda extranjera mantiene su tendencia descendente.

Gráfico 4
Cartera total, moneda legal y extranjera. Tasas de crecimiento anual.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

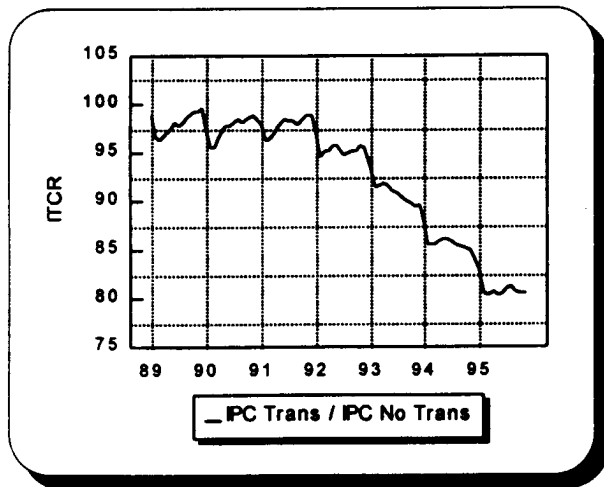
De acuerdo con las cifras de la Superintendencia Bancaria publicadas para el 11 de noviembre, el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero, se mantiene alrededor de 6%.

II. MERCADO CAMBIARIO

Al terminar la semana del 7 de diciembre, la TRM continuó en descenso; al cierre de esa semana, ésta quedó a 37 pesos del límite superior de la banda (\$974,04). La reducción en el precio de la divisa es el resultado del mayor costo de mantener dólares frente al rendimiento observado en el mercado interbancario en pesos.

Otros factores que incidieron en la disminución del precio del dólar, se relacionan directamente con la liquidación en posición propia que los intermediarios han debido realizar para cumplir con la demanda de efectivo por los vencimientos de CDT. También porque los reintegros han empezado a realizarse en mayores cantidades que las del mes anterior.

Gráfico 5
Índice de la tasa de cambio real



Fuente: Dane. Metodología del Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

A pesar de la baja en el precio de la divisa, los montos transados en dólares decrecieron 5,6% respecto de los observados durante la semana anterior.

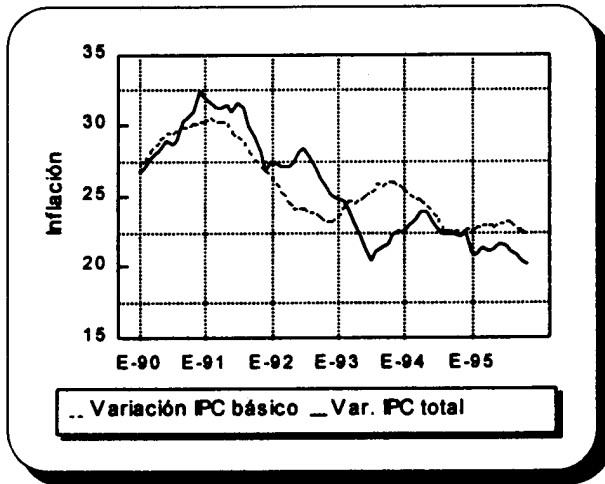
La devaluación anualizada teniendo en cuenta la variación de la TRM en lo corrido del año, fue durante la primera semana de diciembre de 17,3% en términos nominales.

De acuerdo con las cifras a noviembre para el indicador de la tasa de cambio real (calculado como la relación entre el IPC de los bienes transables sobre el IPC de los bienes no transables), la tendencia descendente observada en los últimos años se detuvo durante 1995.

III. PRECIOS

Al descomponer el IPC total para noviembre, se observa una disminución en la inflación básica. Es posible que este sea (por fin!), un indicio de los efectos rezagados de la política monetaria restrictiva que se inició desde el año pasado. Dadas las características de la inflación básica, se le considera como el indicador en el que se deben percibir los efectos de la política monetaria; como se ve en el gráfico esta tasa de inflación llevaba algo más de un año sin descender.

Gráfico 6
Variaciones anuales en el IPC básico y en el IPC total



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria.