

DECISIONES PELIGROSAS

La autoridad monetaria se enfrenta a una disyuntiva política económica que tendrá importantes repercusiones en el desempeño de la economía.

Las altas tasas de interés que se observan en este momento, se explican por el empeño de la Junta Directiva del Banco de la República por defender la pendiente y el nivel de la banda cambiaria. En adición a este objetivo, la autoridad monetaria se mantiene en su decisión de forzar al gobierno a reducir la dinámica del endeudamiento público interno vía TES. Los hechos evidencian que continúa el tira y afloje entre el gobierno y la Junta alrededor del nivel de gasto público. El sector privado en general, y el financiero en particular, pagan el pato.

Las dos últimas resoluciones de la autoridad monetaria buscan reducir el impacto de estas decisiones sobre la economía en general; de una parte, la flexibilización al endeudamiento externo privado generaría expectativas sobre una mayor entrada de divisas, lo que aliviaría las presiones sobre la banda cambiaria: de otra parte, la leve reducción de los encajes sobre depósitos a la vista está encaminada a aliviar la iliquidez del mercado, que se ha visto afectada por las continuas intervenciones del Banco de la República al vender divisas, y aligerar las presiones sobre las tasas de interés.

La inflación es un problema de exceso de demanda, que la política del Banco de la República ha tratado de solucionar desde 1994 mediante el aumento de las tasas de interés: sin embargo, en la coyuntura del presente año la política del emisor apunta más a moderar los efectos de las fluctuaciones en la tasa de cambio sobre el

Índice de Precios al Consumidor (IPC), que al reprimir los efectos de los excesos de demanda sobre la inflación futura. Hay que recordar que existe un rezago, que parece larguísimo en Colombia, entre las decisiones de política monetaria y su efecto sobre los precios. En la práctica, la restricción monetaria ha castigado fuertemente la demanda agregada, sin que los efectos sobre el IPC se vean por parte alguna.

La errada pretensión de algunos analistas que creen que el acceso a recursos de crédito externo generará una baja en las tasas de interés, vía mayor competencia externa, se convierte en una vana ilusión. Ante una estructura de costos en que se incluyen los altos niveles de encaje diferenciados, además de una inflación por encima del 20%, una economía en desaceleración que obliga a hacer una mayor cantidad de provisiones y un Banco Central realizando una fuerte contracción monetaria (en la semana que terminó el 24 de febrero M1 y la base monetaria crecían a una tasa de 10% anual), no es posible que las tasas de interés caigan por la simple flexibilización del endeudamiento privado externo o la reducción de unos puntos del encaje.

La disminución de los encajes le quitará presiones al mercado a la vista, pero \$160 mil millones tan sólo elevarían la tasa de crecimiento anual de la base monetaria a 13%, y en ningún momento será un factor que induzca las tasas de interés a la baja; esta medida se convierte entonces en un respiro que por lo menos se enmarca dentro de la tendencia hacia la homogenización y reducción de los encajes en un mecanismo para evitar niveles más altos de las tasas de interés.

Si se quisiera generar un verdadero efecto a la baja sobre las tasas de interés, el primer paso tendría que ser la disminución de los rendimientos de los títulos de participación; el segundo paso, sería la reducción de los encajes de los CDT, que en los últimos años han presentado la mayor dinámica entre los instrumentos de captación de todo tipo de establecimientos de crédito, a pesar de la caída en sus tasas de crecimiento anual a partir del año pasado (gráfico 1); y el tercero, sería el de permitir a los establecimientos de crédito tomar pasivos en moneda extranjera para convertirlos en activos denominados en pesos.

Lo que no ocurrirá

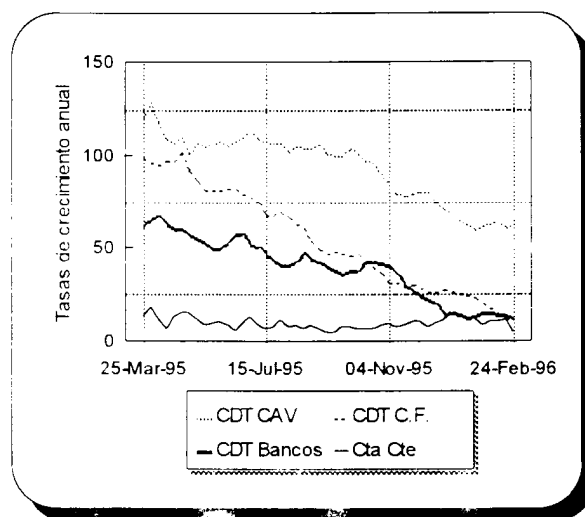
Una decisión del Banco de la República en el sentido de abandonar la actual banda cambiaria, se llevaría a cabo mediante un sistema de flotación, en el que las fuerzas del mercado fijen libremente la tasa de cambio, o modificando la banda cambiaria hacia arriba; como efecto inmediato, la especulación generaría presiones al alza, pero serían los flujos reales de divisas los que permitirían que la tasa de cambio alcanzara un nivel de equilibrio; esta decisión le quitaría presiones a las tasas de interés, sin afectar seriamente las reservas internacionales del Banco de la República. Es precisamente la posibilidad de una mayor devaluación y sus repercusiones negativas sobre el IPC la que hace impensable, por ahora, esta opción por parte de la Junta Directiva del Banco de la República.

Las decisiones que tome la Junta Directiva del Banco de la República en los próximos días pueden llegar a ser peligrosas, en la medida en que la consecución del objetivo justifique los medios para obtenerlo sin

importar sus efectos colaterales sobre la economía. Por ahora, el escenario más probable, sigue siendo el de altas tasas de interés y la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

Gráfico 1

Captaciones mediante CDT de Corporaciones de Ahorro y Vivienda, Corporaciones Financieras y Bancos. Depósitos en cuenta corriente. Tasas de crecimiento anual.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

I. POLITICA MONETARIA

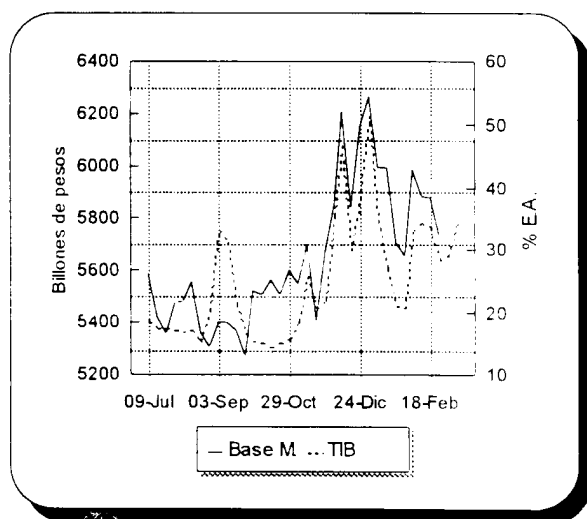
A. Agregados Monetarios

De acuerdo con cifras del Banco de la República las tasas de crecimiento anual de la base monetaria y de M1 en la semana que terminó el 24 de febrero, fueron de 10% cada una.

Durante esa semana, M1 cayó en \$113 mil millones y la base monetaria en \$141 mil millones; caída que se explica en una disminución del crédito interno neto a la Tesorería General de la Nación por \$148 mil millones; entre tanto, en el mercado interbancario se registró alguna liquidez, que evitó que el saldo de las OMA cayera. En el gráfico 2 se observa la estrecha relación que en los últimos meses se ha

registrado entre la tasa interbancaria y la base monetaria: relación que se establece a través de las operaciones de mercado abierto, en su mayoría dirigidas a darle liquidez al mercado a la vista y así evitar grandes variaciones en la tasa interbancaria.

Gráfico 2
Base monetaria y Tasa interbancaria



Fuente: Banco de la República y Encuesta Diaria Asobancaria.

La decisión del Banco de la República de disminuir el encaje de los depósitos a la vista y similares permitirá darle liquidez al mercado mientras se mantienen las presiones sobre la banda cambiaria.

Esta medida se enmarca dentro de la tendencia de reducción y homogenización de los niveles y la estructura de los encajes, que desde 1995 ha venido realizando la autoridad maneteria.

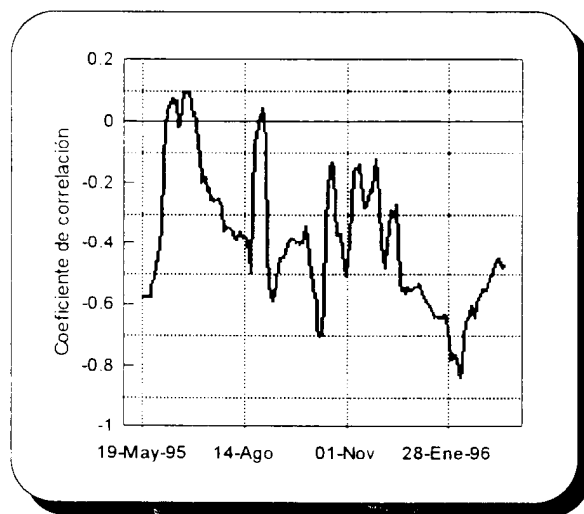
En esa misma semana, la oferta monetaria ampliada, M3, cayó en \$214 mil millones como consecuencia de la disminución tanto de M1, como de los depósitos fiduciarios (\$130 mil millones).

B. Tasas de Interés

En la semana que terminó el 8 de marzo, el promedio de la tasa interbancaria aumentó 5 puntos (34,6% E.A.), frente al observado en la semana anterior (29,2% E.A.).

Es importante resaltar que el mercado interbancario en pesos está relacionado con fuertes variaciones en el mercado de divisas. En el gráfico 2 se observa que la correlación entre las variaciones semanales de la TIB y de la TRM, llegó a niveles de -0,8 al finalizar enero cuando la TRM alcanzó el techo de la banda cambiaria. De ahí la necesidad del Banco de la República de darle mayor liquidez al mercado, pues la defensa de la banda afecta seriamente al mercado interbancario en pesos.

Gráfico 3
Correlación de las variaciones semanales entre la tasa interbancaria y la TRM diarias.



Fuente: Banco de la República y Encuesta diaria Asobancaria. Cálculos Asobancaria.

En la medida en que la tasa interbancaria permanezca alta, se tendrá un efecto similar en la tasa de captación de CDT de tesorería a 90 días, sin embargo, el efecto no será igual a la baja, pues existe un piso (inflación tasa de captación de las OMA y

la rentabilidad de las divisas entre otros), que evita que la tasa caiga demasiado.

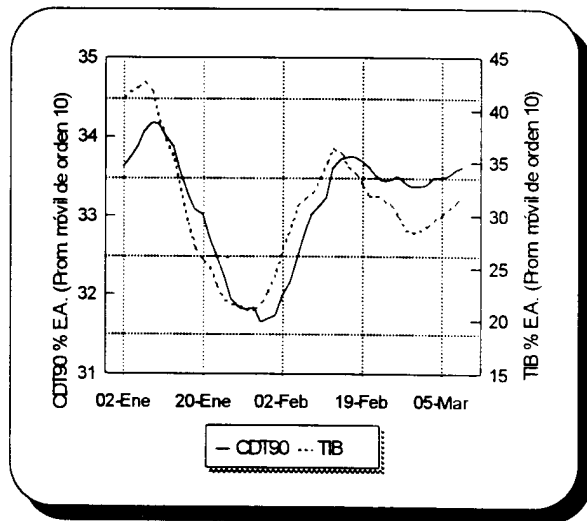
Cuadro 1
Vencimiento de OMA
(Millones de pesos)

11-mar-96	20.741
12-mar-96	11.500
13-mar-96	4.000
14-mar-96	1.800
15-mar-96	127

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

El 7 de marzo la tasa básica de referencia de la Superintendencia Bancaria para los bancos, presentó un nivel de 32,28% E.A.

Gráfico 4
Tasa interbancaria y Tasa E.A. de CDT a 90 días.
Promedios móviles de orden 10.



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

De acuerdo con la Superintendencia Bancaria, la semana que terminó el 26 de enero de 1996, la tasa de captación promedio del sistema financiero mediante CDT fue de 31,55% E.A.

C. Cartera de créditos

Durante la semana que terminó el 24 de febrero, la cartera total del sistema financiero creció en \$122 mil millones; para esa fecha la tasa de crecimiento anual se situó en 34,1%.

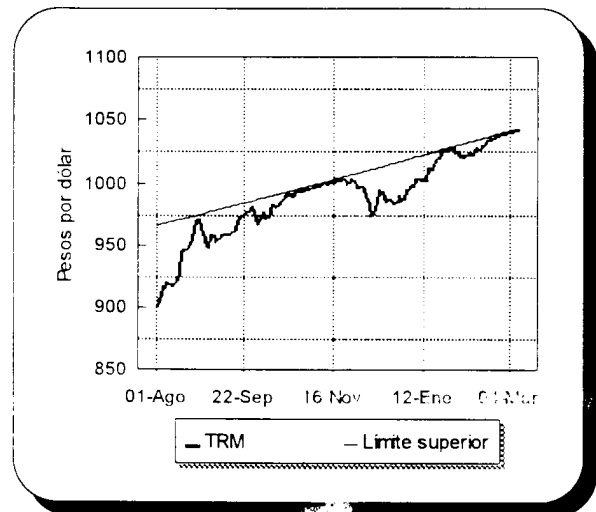
La cartera en moneda legal registró un crecimiento anual de 32,6%, 9 puntos por debajo de la variación de la cartera en moneda extranjera.

Según la Superintendencia Bancaria, en la semana que terminó el 26 de enero, la calidad de la cartera del sistema financiero fue de 5,72%.

II. MERCADO CAMBIARIO

El viernes 8 de marzo, la TRM alcanzó un nivel de \$1.042,42, lo que representó una leve disminución frente al valor observado el día anterior. En esa semana, la TRM se mantuvo en promedio a 50 centavos del límite superior de la banda cambiaria, lo que evitó cualquier tipo de actividad especulativa.

Gráfico 5
TRM y límite superior de la banda cambiaria



Fuente: Banco de la República

En los últimos quince días, la TRM ha permanecido en promedio a sólo 36 centavos del límite superior de la banda

cambiaría; esta situación no se presentaba desde finales de noviembre del año pasado.

Los agentes del mercado mantienen la incertidumbre sobre lo que puede ocurrir en el futuro con la TRM. Por el momento, la Junta Directiva del Banco de la República está dispuesta a defender la banda cambiaria, lo cual se hace necesario, dado el resultado de la inflación en los primeros dos meses del año.

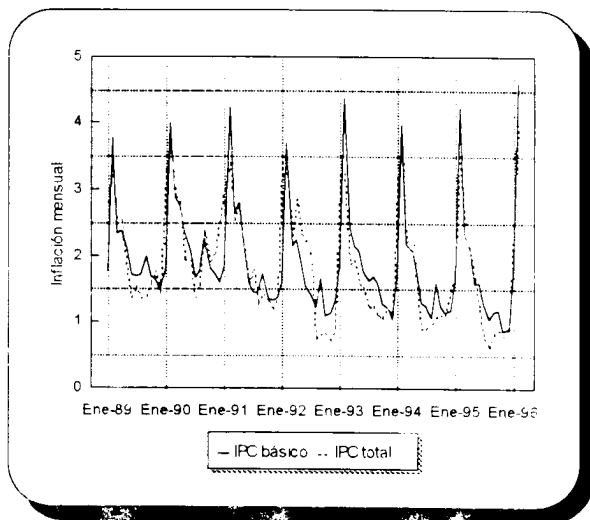
III. PRECIOS

La variación del índice de precios básico durante febrero de este año fue de 4,6%; lo que representa un aumento de 0,35 puntos frente a la variación observada en febrero de 1995.

La inflación registrada en febrero es la más alta de los últimos 7 años. De mantenerse esa tendencia, se esperaría una variación del IPC básico de 2,41% para el mes de marzo.

Gráfico 6

Inflación básica



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria

las presiones inflacionarias que hasta el momento se han observado, la Asobancaria considera que la inflación básica para 1996 estará alrededor del 23%, un punto por encima de la registrada en 1995.

De acuerdo con la variación histórica del índice de precios básico, y de mantenerse