

Estabilización Monetaria y Cambiario: AJUSTES RAZONABLES... ¿Y LOS EFECTOS?

Han transcurrido ocho meses desde el momento en que la crisis política empezó a generar inestabilidad en el mercado cambiario. Desde entonces, la Junta Directiva del Banco de la República ha concentrado todos sus esfuerzos en defender la banda cambiaria, manteniendo la rentabilidad en pesos por encima de la de moneda extranjera, interviniendo en el mercado cambiario, y expidiendo algunas resoluciones orientadas a modificar las expectativas de devaluación del peso.

Lo cierto es que la política ha dado resultados en términos de la defensa de la banda, pero no se ha logrado un nivel de la tasa de cambio nominal compatible con los niveles de liquidez requeridos por la economía. La Junta se aferra a sus herramientas y se niega a aceptar la posibilidad de dar un giro y a reconocer los efectos negativos de su política sobre la actividad productiva. Tanto las cifras de empleo como las de desempeño industrial del DANE confirman la desaceleración que ya habían anticipado las encuestas de opinión empresarial.

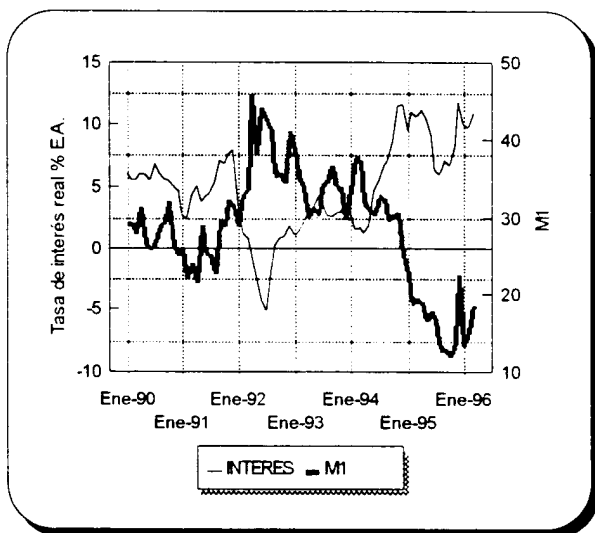
En opinión de la Asobancaria, es necesario bajar las altas tasas de interés mediante un ajuste gradual, para no ocasionar daños a la cartera del sistema financiero. Sin embargo, la estabilidad del proceso de reducción requiere de la modificación de otros parámetros de la política económica y en especial, del abandono por parte de la Junta Directiva del Banco de la República de su énfasis en el corto plazo, para pensar más en el diseño de la política monetaria con un enfoque de mediano y largo plazo.

Un cambio semejante permitiría una mejor definición de la coordinación con la política económica del gobierno: entonces, no se pensaría sólo en el problema del rápido crecimiento del gasto en un año, sino también en el grave problema estructural de las finanzas públicas, que puede conducir a una crisis fiscal de grandes proporciones y a la ineficiencia de la política monetaria en un plazo no muy lejano.

Además, es necesario que la Junta reconozca de forma unánime los costos de su política de corto plazo.

Las afirmaciones de algunos miembros de la Junta Directiva del Banco de la República, según las cuales ésta no está interviniendo para elevar las tasas de interés, no son más que un intento de tapar el sol con un dedo. Su intervención en el mercado cambiario ha tenido un costo superior a los US\$600 millones en los ocho meses de inestabilidad; ello desde luego, significa una notoria reducción de la liquidez de la economía que, sumada al aumento de las tasas de interés de los títulos de participación, y a un efecto neto contraccionista por cuenta de la política de encajes, se ha reflejado en crecientes tasas de interés reales (gráfico 1).

Gráfico 1
Tasa de interés real y crecimiento anual de M1



Fuente: Banco de la República. Superintendencia Bancaria. Cálculos de Asobancaria

Aunque la reducción de los encajes sobre cuentas corrientes a finales de 1995 fue anunciada como una medida para compensar las intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario, sus efectos sobre la liquidez fueron neutros: Se liberaron aproximadamente \$207 mil millones al disminuir el encaje de cuentas corrientes, pero su impacto fue moderado por la demanda estacional de fin de año, y luego fue más que compensado con el incremento del encaje sobre CDT, que congeló recursos adicionales por \$210 mil millones durante el primer trimestre de 1996.

Rigidez de la política monetaria de coyuntura

Mientras la inestabilidad cambiaria y las presiones a la devaluación son un problema de coyuntura, las tendencias de mediano y largo plazo apuntan a una tasa de cambio revaluada.

Sin embargo, la rigidez de las políticas de corto plazo puede hacer que el escenario

de largo plazo se vislumbre como el peor de los mundos: inducir una recesión para superar la coyuntura puede debilitar demasiado la actividad productiva para enfrentar los resultados esperados de la bonanza petrolera.

De acuerdo con proyecciones del DNP, para 1997 y 1998 se esperan ingresos por exportación de petróleo por US\$3.025 millones y US\$4.564 millones respectivamente. El impacto de estos recursos sobre las reservas internacionales no será nada despreciable; proyecciones recientes de Planeación indican que el saldo de las reservas internacionales brutas pasaría de US\$8.826 millones en 1996 a US\$8.978 millones en 1997 y a US\$9.157 millones en 1998.

Los interrogantes empiezan a rondar, pues no se sabe cuánto tiempo más será necesario para que la Junta Directiva del Banco de la República empiece a considerar otras opciones de política, ni cuál es el monto de reservas internacionales que esta dispuesto a gastar.

Con las modificaciones a la posición propia, la flexibilización del endeudamiento privado externo y, más recientemente, y la autorización al sistema financiero para financiar operaciones en moneda legal con endeudamiento en moneda extranjera, la Junta del Banco pretende incrementar la oferta de divisas en el mercado cambiario y modificar las expectativas de devaluación de los agentes.

Sin embargo, la respuesta del mercado no ha sido tan rápida como se esperaba, y la autoridad monetaria se ha visto precisada a introducir nuevas modificaciones con la esperanza de que surtan efecto; ejemplos ilustrativos son la posición propia, que ha

sido modificada en tres ocasiones en los últimos ocho meses, y el del endeudamiento privado externo, que ha tenido dos cambios en igual período.

Encontrando salidas

Las recientes medidas -Resoluciones 8 y 9 de 1996- representan un avance significativo en la búsqueda de un esquema más transparente en el manejo de la posición propia de las entidades financieras. Sin embargo, sus potenciales efectos sobre los niveles actuales de la tasa de interés y de la tasa de cambio nominal, dependen de la adopción de medidas complementarias.

La normatividad anterior sobre posición propia (Resoluciones 22 y 29 de 1995 de la Junta Directiva del Banco de la República) daba lugar a múltiples interpretaciones por parte de los intermediarios cambiarios, e inclusive de la Superintendencia Bancaria.

La norma involucra elementos de carácter estructural, en la medida en que establece una relación más estrecha entre el riesgo cambiario y el patrimonio técnico; ahora tiende a establecerse su manejo dentro de las decisiones empresariales de exposición al riesgo y se abandona así su utilización como instrumento de política monetaria y cambiaria, tal como ocurría hasta la expedición de la Resolución 22.

Con la inclusión de todos los rubros expresados en moneda extranjera, se compatibilizan las normas sobre posición propia con aquellas sobre manejo del riesgo cambiario, expedidas por la Superintendencia Bancaria a comienzos de este año.

Frente a la imposibilidad de tener posiciones propias negativas, el límite máximo de endeudamiento externo

utilizable para colocar en pesos no estará delimitado únicamente por el 10% del patrimonio técnico de las entidades, sino también por el nivel actual de su posición propia. Por ejemplo, si una entidad tiene un patrimonio técnico de US\$1.000 y una posición propia de US\$30, su límite máximo de endeudamiento externo para prestar en pesos no es de US\$100 sino de US\$30, porque si adquiere pasivos superiores a este monto incurriría en posición propia negativa, lo que no está permitido por la norma.

Lo anterior implica que, a nivel macroeconómico, el impacto de las aludidas resoluciones operará más a nivel de expectativas que a nivel cuantitativo. El monto máximo de divisas que puede entrar al país como resultado de la aplicación de las resoluciones en mención, será notablemente inferior al 10% del patrimonio técnico de Bancos y Corporaciones Financieras, es decir, a los US\$330 millones (cálculos con base en cifras a octubre de 1995)

Algunos pueden quedar por fuera

Aunque las Compañías de Financiamiento Comercial y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda fueron autorizadas en 1993 para ser intermediarios cambiarios, actualmente no pueden endeudarse en el exterior para prestar en pesos, ya que no tienen activos denominados en moneda extranjera para respaldar pasivos del mismo tipo.

Esto implica que como están diseñadas las normas, solamente un reducido número de entidades podrá disminuir sus costos de captación.

En el caso de las filiales de bancos extranjeros, cabría esperar un fácil acceso al endeudamiento externo, en condiciones

favorables de tasa de interés. Sin embargo, la política de las matrices de imponer coberturas en dólares sobre las operaciones que sus filiales realicen en pesos, anula esa ventaja.

De todos modos, cabe esperar que esta resolución sumada a la de flexibilización del endeudamiento privado externo desempeñen un papel importante en el esfuerzo por romper las expectativas coyunturales de devaluación del peso.

Respecto al impacto sobre las tasas de interés, no hay que hacerse ilusiones: mientras la política del Emisor siga aferrada a la coyuntura y no se modifiquen otros parámetros de la política macroeconómica, las tasas de interés se mantendrán altas.

Además, el escaso resultado de la política de estabilización de la tasa de cambio se convierte en un obstáculo en el corto plazo. El costo de los recursos del mercado financiero internacional para un banco colombiano, es superior al nivel de la tasa Prime. Este costo, sumado a una expectativa de devaluación del 20%. se acerca bastante a las tasas de captación del país.

Además, es necesario tener en cuenta que, aún en el hipotético caso de conseguir recursos en el mercado internacional a costos equivalentes al 50% de los costos en el país, las tasas de interés de colocación no podrían bajar abruptamente por los nefastos efectos sobre la cartera del sector financiero. Si en nuestro hipotético ejemplo un banco empezara a colocar créditos, digamos, a una tasa del 36%, la demanda sería infinita y habría una fuerte oleada de prepagos que llenaría a las entidades financieras con recursos captados a tasas elevadas.

La escasa comprensión de este mecanismo, que hace gradual el resultado de una política de reducción de las tasas de interés, ha precipitado decisiones de la autoridad monetaria en otras ocasiones, llevándolas a imponer los arcaicos controles administrativos. Esperamos que las ingratas experiencias hayan alejado este fantasma del vecindario de la carrera séptima.

I. POLITICA MONETARIA

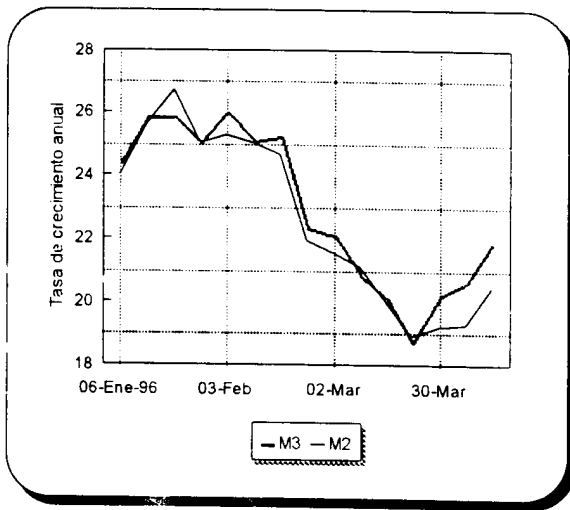
A. Agregados Monetarios

De acuerdo con la decisión anunciada el pasado viernes por la Junta Directiva del Banco de la República, el encaje ordinario aplicado sobre las captaciones mediante cuentas corrientes se reducirá de 37% en abril a 34% a partir de mayo y al 33% en junio.

Entre mayo y junio de 1996 la medida liberará recursos por un monto cercano a los \$180 mil millones. Sin embargo, dada la importancia de mantener ciertas condiciones en los mercados cambiario e interbancario en pesos, es de esperarse que su impacto inicial sea compensado mediante la colocación de títulos de participación.

De acuerdo con cifras del Banco de la República, para la semana que terminó el 13 de abril de 1996, la tasa de crecimiento anual de la base monetaria fue de 12,0%. y la de M1 de 16,1%. Estos resultados obedecen fundamentalmente a que las fechas de la Semana Santa de este año no coinciden con las del año pasado, por lo cual la disminución que se presentó en el efectivo en poder del público durante la semana de Pascua (\$231 mil millones), generó una caída en su tasa de crecimiento anual al situarse en 11,1%.

Gráfico 2
M2 y M3. Tasas de crecimiento anual.

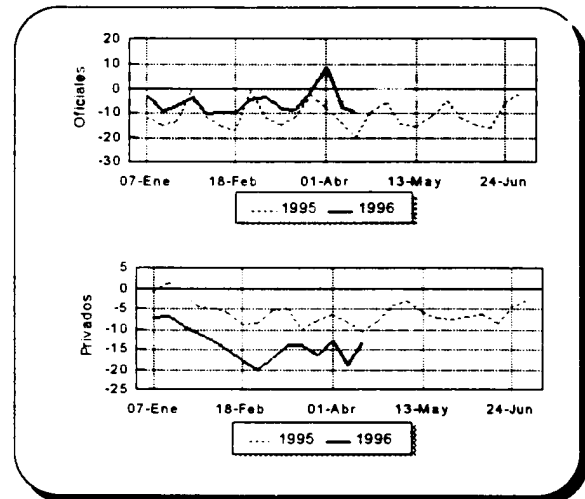


Fuente: Banco de la República

En esa semana, el agregado monetario ampliado, M3, alcanzó una tasa de crecimiento anual de 21,9%, manteniendo la tendencia ascendente que se ha observado desde 3 semanas atrás (gráfico 2). La base monetaria se redujo en \$210 mil millones, debido a un aumento de \$156 mil millones en el saldo de las OMA. Mientras que las cuentas corrientes oficiales presentan tasas de crecimiento año corrido por encima de las observadas un año atrás, las cuentas corrientes privadas registran una desaceleración en esas variaciones (gráfico 3).

Sin embargo, en ambas variables se advierten estacionalidades particulares, lo que implica que, aunque el nivel de los depósitos en cuenta corriente se ve afectado por las innovaciones financieras, el comportamiento estacional de sus componentes permanece inalterable.

Gráfico 3
Depósitos en cuenta corriente oficiales y privadas. Tasas de crecimiento año corrido. 1995, 1996.



Fuente: Banco de la República

B. Tasas de interés

En la semana que terminó el 26 de abril, el promedio de la tasa interbancaria del mercado en pesos se mantuvo estable, y cerró en 27,73% E.A., 50 centavos por encima del promedio de la semana anterior.

La liquidez del mercado a la vista se tradujo en importantes colocaciones de títulos de participación por parte del Banco de la República (se colocó un monto aproximado de \$130 mil millones a siete días), lo que evitó que el precio del dinero a la vista disminuyera demasiado.

La tasa promedio de CDT de tesorería a 90 días, cerró en 33,45% E.A.. 25 centavos menos que el registro de la semana anterior.

La decisión de la Junta Directiva del Banco de la República de disminuir los encajes en cuenta corriente a 34% a partir de mayo, generará una mayor liquidez que, aunque no se verá reflejada en la tasa interbancaria (debido al piso del 25% que se fija mediante la colocación de títulos de

participación a un día), probablemente ayudará a disminuir la tasa de colocación del sistema financiero.

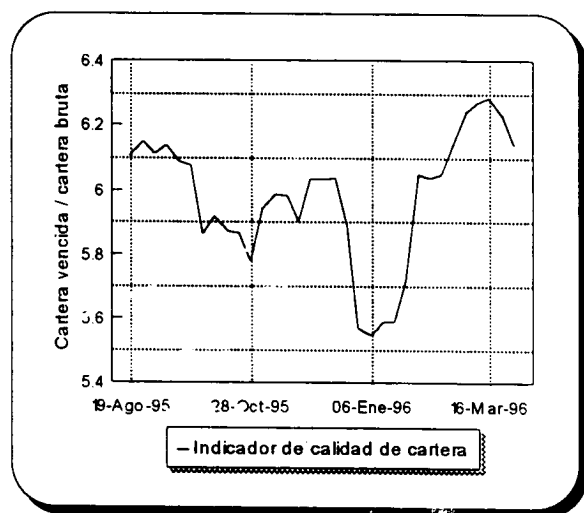
De acuerdo con las cifras de la Superintendencia Bancaria, al finalizar marzo la tasa promedio de captación del sistema financiero era del 33,5% E.A., mientras que la de colocación presentaba un registro del 44,2% E.A.

C. Cartera de créditos

De acuerdo con el Banco de la República, al finalizar la primera quincena de abril de 1996, la tasa de crecimiento anual de la cartera total del sistema financiero era de 32,3%; la denominada en moneda legal presentaba una tasa de crecimiento anual de 32% y la cartera en moneda extranjera una variación anual de 33,8%.

Gráfico 4

Indicador de calidad de la cartera*



Fuente: Superintendencia Bancaria *Cartera vencida / cartera bruta

Según las cifras suministradas por la Superintendencia Bancaria, el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero a finales de marzo de 1996 había disminuido a 6,14; esta situación representa una relativa mejora en la cartera del sistema financiero, con

respecto a los registros presentados en las dos semanas anteriores.

II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 26 de abril, el promedio de la tasa representativa del mercado fue \$1.054,7, 1,5 pesos por encima del nivel observado una semana atrás. La devaluación en lo corrido del año era de 6,8%, mientras que la devaluación anual de 20,15%.