

La defensa de la banda cambiaria: NO NECESARIAMENTE UN NUDO GORDIANO

Durante los últimos ocho meses, la persistencia del dólar en su fluctuación cerca del techo de la banda cambiaria le ha restado libertad a la política monetaria; cada vez que el dólar amenaza con remontar el corredor cambiario, el Banco de la República se ve en la obligación de ampliar la oferta de dólares, con lo cual se restringe la liquidez en pesos y se produce tensión alcista sobre las tasas de interés.

Para desactivar la conexión entre las expectativas de devaluación y las tasas de interés, la tasa de cambio debe virar hacia el centro del corredor cambiario.

Ello se podría lograr si las medidas recientemente adoptadas resultaran exitosas para aumentar rápidamente la oferta de divisas, de tal forma que el mercado reciba la información suficiente para quebrar las expectativas de devaluación. Sin embargo, las primeras reacciones muestran que el ya largo periodo de inestabilidad de la tasa de cambio ha fortalecido las expectativas de devaluación y la prudencia de los agentes para endeudarse en moneda extranjera. La evidente debilidad de la demanda acentúa la caída de la demanda de crédito en general.

De ahí la necesidad de acudir a medidas complementarias, antes de que las altas tasas de interés ocasionen aún mayores daños a la economía.

La Asobancaria ha sugerido la conveniencia de modificar la actual banda cambiaria y de reducir las tasas de interés, pero la autoridad monetaria parece dispuesta a no dar su brazo a torcer, aferrándose a la banda cambiaria a pesar

de los drásticos cambios que han ocurrido sobre varios de los supuestos que tuvieron en cuenta para su diseño. Ante esto, surge la opción de desarrollar un mercado de contratos de entrega futura de dólares (*forward*) como un instrumento complementario para estabilizar la tasa de cambio sin modificar la banda cambiaria.

Una tasa de cambio en el tejado... caliente

Desde el año pasado, el mercado de divisas se ha caracterizado por una demanda mayor que la oferta. No es secreto para nadie que, en buena medida, los excesos de demanda en el mercado se han originado en la crisis política por la que atraviesa el país. En presencia de este tipo de perturbaciones extraeconómicas y de un banco central decidido a defender su banda cambiaria, es natural que los agentes del mercado consulten el límite superior de la banda como un mecanismo obligado para la determinación de la tasa de cambio; es el máximo precio que esperan pagar los compradores y el mínimo que están dispuestos a cobrar los vendedores de dólares. A su turno, el banco central vende reservas internacionales al límite superior de la banda para minimizar las pérdidas en la defensa de la banca cambiaria.

Ese comportamiento muestra un banco central exitoso en términos de la defensa de la banda cambiaria, pero no en términos de la estabilización de la tasa de cambio; el estrecho intervalo de fluctuación reduce los indicadores de volatilidad, pero no logra cambios en las expectativas sobre la tasa futura.

Hasta ahora, las intervenciones del Emisor en el mercado monetario y cambiario han sido insuficientes para despejar el dólar

del techo de la banda; desde agosto pasado, el Emisor ha recurrido a todo, o casi todo: ventas en el mercado *spot* por más de US\$700 millones; eliminación de la posición propia mínima; flexibilización de las condiciones de acceso del sector privado al endeudamiento externo; reducción de los encajes a los depósitos en cuenta corriente; aumento de las tasas de interés mediante intervención en el mercado interbancario con tasas del 25% para los títulos de participación a un día; y, finalmente, autorización al sistema financiero para contratar crédito externo y prestar esos recursos en pesos.

Más señales para el mercado

Con la orientación de la política monetaria hacia el uso de instrumentos indirectos, el Banco de la República ha centrado su intervención en el mercado interbancario, para dar señales al mercado sobre el nivel de la tasa interés que considera compatible con las metas de la programación macroeconómica. De forma similar, podría realizar su intervención en el mercado cambiario, mediante la realización de contratos *forward*; con esto complementaría el papel que desempeña la pendiente de la banda cambiaria y el anuncio de los precios de intervención en el mercado de divisas a la vista (*spot*).

En el artículo 77 de la Resolución 21 se establece que "... el Banco de la República podrá intervenir en el mercado cambiario con el fin de evitar fluctuaciones indeseadas de la tasa de cambio y en el monto de las reservas internacionales de acuerdo con las directrices que establezca su junta directiva, mediante la compra o venta de divisas, directa o indirectamente de contado y a futuro...".

Esto significa que el Banco de la República podría vender contratos *forward*, por intermedio del sector financiero, para el pago de importaciones y de deuda externa, tanto del gobierno como de los particulares, dando señales al mercado sobre la tasa de cambio para diferentes plazos; estas tasas tenderían a alejarse del techo de la banda mientras mayor sea el plazo para ser atractivas y para lograr el cambio de las expectativas del mercado. Los montos a colocar, los diferentes plazos y las tasas de cambio futuras serían definidos por la Junta Directiva del Banco.

Los efectos son evidentes: ocasionaría un aumento de la oferta de divisas en periodos futuros a tasas de cambio definidas, lo que daría mayor información a los agentes sobre la evolución probable del mercado; disminuiría la presión de demanda sobre el mercado *spot*; fortalecería las operaciones de cobertura, creando una cultura del seguro entre los agentes económicos que hoy no se están protegiendo del riesgo cambiario; puesto que en los contratos *forward* se debe realizar la transacción física de las divisas en la fecha acordada y no tienen mercado secundario, se reduciría la presión especulativa del mercado; la contraparte necesaria para que el contrato *forward* actúe como señal de mercado sería la reducción de las tasas de interés internas; el Banco de la República podría anticipar el efecto monetario de las ventas de reservas internacionales recuperando así la independencia de la política monetaria. Quizás el inconveniente mayor provenga de la forma de diseñar la intervención sin matar el incipiente mercado que han logrado las entidades financieras.

Por supuesto que ello involucra costos para el Banco Central, aun cuando no tan claramente definidos como los de las OMA; pero igual que la política monetaria y el estilo de intervención que ha realizado el Banco de la República en el mercado cambiario no van gratis, cabe esperar que una política basada en contratos *forward* también los tenga y que el Banco de la República deba asumirlos con cargo a su estado de pérdidas y ganancias.

En primer lugar, se pueden reducir las ganancias del Banco por concepto de compraventa de divisas; sin embargo, parte de esa "pérdida" se puede enjugar con los rendimientos obtenidos hasta la fecha de vencimiento de los contratos. En segundo lugar, si las señales que dan los contratos *forward* no logran su objetivo de romper las expectativas de devaluación, el Banco perdería por estar vendiendo por debajo del mercado; es claro que la mayor parte del riesgo cambiario lo tendría que asumir el Banco, aun cuando no se puede descartar la posibilidad de que el importador o el deudor tengan pérdidas si la política es muy exitosa.

Los riesgos y los costos que habría que asumir por cuenta de las operaciones *forward* no serían materia desconocida para el Banco de la República, pues en 1991 se autorizaron para las importaciones de maquinaria y equipo (Resolución 14 y las que la modificaron) y durante la década de los ochenta se reglamentaron algunas relacionadas con el redescuento de líneas de crédito con recursos de organismos multilaterales. En últimas, lo que aquí se plantea es una ampliación del espectro de operaciones autorizadas, con el objetivo de tener un

impacto sobre las expectativas de devaluación de los agentes económicos.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

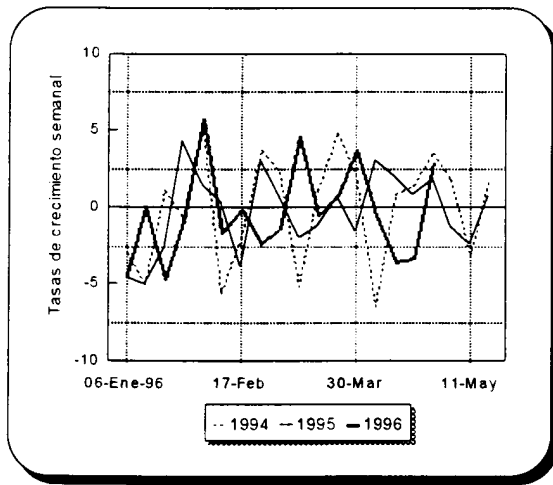
De acuerdo con cifras del Banco de la República, durante la semana que terminó el 27 de abril de 1996, M1 aumentó en \$256 mil millones y la base monetaria en \$169 mil millones. El crecimiento de la base monetaria estuvo explicado en gran parte por un aumento en el crédito neto a la Tesorería de \$143 mil millones.

A pesar de estos incrementos, los medios de pago presentaron una variación anual de 13,9% y la base monetaria de 8,6%; esto se debió a que en las tres semanas anteriores la base monetaria había presentado variaciones semanales negativas (gráfico 1), que hicieron disminuir su nivel durante los primeros 20 días de abril en \$439 mil millones.

Durante lo corrido del año, las variaciones semanales de la base monetaria han estado determinadas, en gran medida, por las variaciones en el crédito interno neto a la tesorería (gráfico 2).

En la tercera semana de abril la oferta monetaria ampliada, M3, registró un aumento de \$274 mil millones, \$65 mil millones menos que el aumento observado en M2; para esa fecha las tasas de crecimiento año corrido de M2 (2,5%) y de M3 (3%) empezaron a evidenciar un comportamiento similar al de los años anteriores. Como lo habíamos expresado la semana anterior, se espera que en términos de crecimiento en año corrido, los agregados monetarios amplios, presenten tasas positivas en lo que resta del año.

Gráfico 1
Base monetaria. Variaciones semanales.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

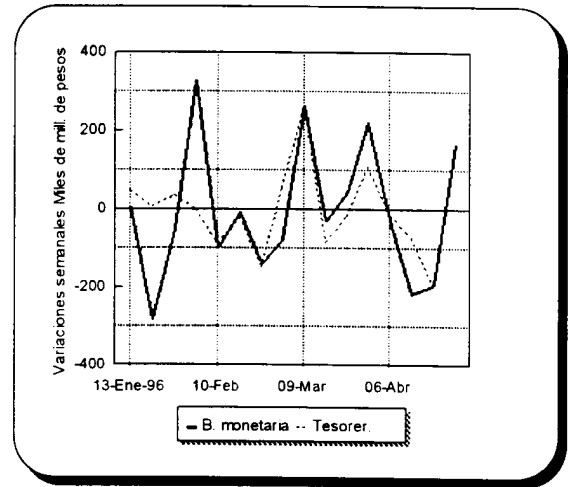
El saldo de las operaciones de mercado abierto, se redujo en \$157 mil millones con respecto al valor observado una semana atrás (\$232 mil millones); esta situación permitió que la tasa interbancaria permaneciera relativamente constante frente a los niveles observados en semanas anteriores.

B. Tasas de interés

En la semana que terminó el 10 de mayo, el promedio de la tasa interbancaria fue de 28,3% E.A., muy similar al registrado una semana atrás (28,5% E.A).

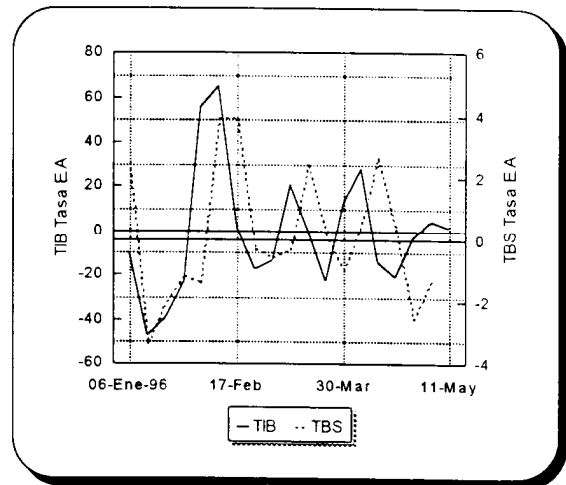
Dado que las variaciones en la tasa interbancaria suelen preceder las variaciones en la TBS (gráfico 3), es posible esperar que en la presente semana la tasa de captación del sistema financiero continúe cayendo. Esa situación se corrobora con la evolución de la tasa de CDT de tesorería a 90 días, que en la semana que terminó el 10 de mayo, registró un nivel de 32,6% E.A., el más bajo de los últimos tres meses.

Gráfico 2
Base monetaria y Crédito interno neto a Tesorería. Variaciones semanales.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

Gráfico 3
Tasa interbancaria y Tasa básica de referencia*. Variaciones quincenales de promedios semanales.

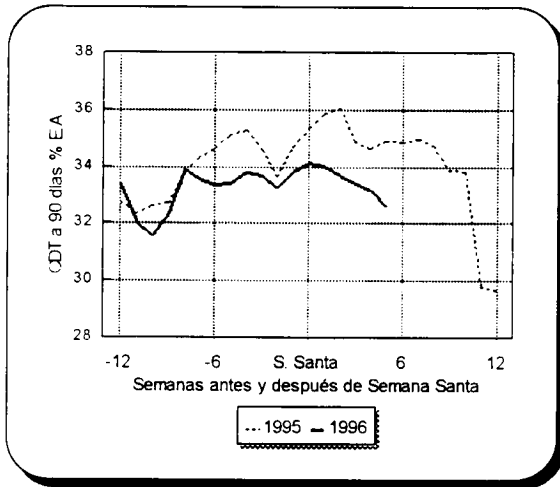


Fuente: Superintendencia Bancaria y Encuesta Diaria Asobancaria. Cálculos Asobancaria. *Bancos a 90 días.

Durante la semana pasada, algunas entidades bancarias tuvieron problemas de liquidez lo que generó presiones en el mercado a la vista y evitó que el promedio de la tasa interbancaria cayera por debajo del 28% E.A. En esa semana, el Banco de la República realizó operaciones Repo por un valor de \$36.000 millones.

Gráfico 4

Tasa de CDT de tesorería a 90 días.



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

C. Cartera de créditos

Cifras suministradas por el Banco de la República indican que para el 27 de abril, la tasa de crecimiento anual de la cartera total del sistema financiero estuvo 2 puntos por encima de la registrada la semana anterior, y 10 puntos por debajo de la observada hace un año.

En esa semana, la cartera en moneda legal creció \$167 mil millones, y la cartera en moneda extranjera aumentó en \$9.000 millones.

La cartera de las CAV presenta un crecimiento de 35,3% anual (hipotecaria 34,9%, comercial 34,1% y de consumo 60,3%) que contrasta con el comportamiento de las otras entidades financieras: bancos (32,6%), corporaciones financieras (28,3%) y compañías de financiamiento comercial (20%).

Este crecimiento en la cartera de las CAV, está siendo financiado por un aumento de las captaciones en pesos, en particular de bonos y CDT.

II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 10 de mayo, el mercado cambiario empezó a trabajar con operaciones *next day* en pantalla; estas operaciones permiten pactar tasas de negociación de divisas para el día siguiente, que reflejan las expectativas de los agentes del mercado sobre la evolución de la tasa de cambio.

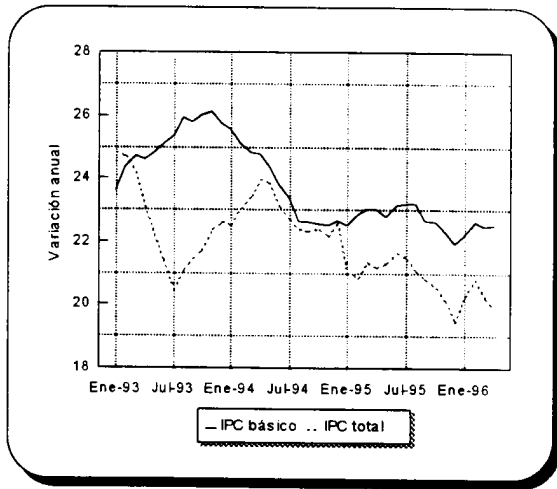
La tasa representativa del mercado cerró en \$1.062,08, cuatro pesos por debajo del límite superior de la banda cambiaria. La devaluación en lo corrido del año fue de 7,5%, mientras que la devaluación anual fue de 20,8%.

III. PRECIOS

Aunque la inflación del índice de precios al consumidor refleja una tendencia descendente la inflación básica se mantiene estable entre el 22% y el 23% (gráfico 5).

Este comportamiento reafirma las preocupaciones de la Asobancaria en torno a la longitud del rezago de la política monetaria y hace aún más grave su costo. La inflexibilidad de la inflación básica puede estar asociada a problemas de credibilidad de la política monetaria.

Gráfico 5
IPC básico y total. Variaciones anuales.



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria