

CORRECCION MONETARIA Y POLITICA ECONOMICA: ¿QUE DEBE CORREGIRSE?

En la coyuntura actual, el principal problema de la economía sigue siendo el alto nivel de las tasas de interés y su impacto negativo sobre la actividad productiva. Puesto que los préstamos otorgados por las corporaciones de ahorro y vivienda no son la excepción a ese comportamiento, a algunos analistas se les ha ocurrido la idea de cambiar la fórmula de cálculo de la corrección monetaria con la esperanza de quebrar la resistencia de las tasas de interés a bajar.

En opinión de la Asobancaria esa esperanza resulta ilusoria: el problema de altas tasas de interés se encuentra en la aplicación de una política monetaria restrictiva, presionada en la coyuntura reciente por la necesidad de defender la banda cambiaria. Los efectos de tal política se magnifican por su coexistencia con factores estructurales como son la heterogeneidad y el alto nivel de los encajes, y el grave problema de desequilibrio fiscal.

Algunos analistas están interesados en vender la idea de que las medidas recientes de la Junta Directiva del Banco de la República han creado las condiciones para bajar las tasas de interés; en ese escenario, la propuesta sobre la corrección monetaria sería un complemento, en su opinión, necesario.

Con qué facilidad se olvidan del problema de la inestabilidad de la tasa de cambio. Sin estabilizar el mercado cambiario, los efectos de las medidas hasta ahora adoptadas serán marginales; así lo ha expresado públicamente la Asobancaria y, recientes declaraciones de miembros de la

Junta Directiva del Banco de la República lo han corroborado.

Para la historia: Corrección monetaria e inflación

La propuesta de volver a vincular la corrección monetaria a la tasa de inflación carece de fundamentos técnicos.

La creación del sistema de valor constante fue una ingeniosa forma de movilizar grandes cantidades de ahorro y de apuntalar la actividad de transformación de plazos sin incurrir en los problemas de la figura del anatocismo (cobro de intereses sobre intereses), que por entonces impedían la existencia de sistemas de financiación de largo plazo. Tuvo la virtud adicional de remunerar los ahorros con tasas de interés reales positivas, cuando las impuestas por las autoridades económicas para los demás instrumentos de captación eran negativas. Sin embargo, en la medida en que los graduales desarrollos del proceso de liberalización financiera, enunciados en 1974, fueron ampliando la competencia en el sector, surgió el problema de la rigidez de la corrección monetaria para adaptarse a los cambios en las condiciones del mercado. Desde entonces, se han aplicado numerosas fórmulas para su cálculo, hasta llegar a la actual que se basa en un promedio de la DTF de cuatro semanas, sin ser la solución perfecta, sí ha mostrado ser menos rígida que las anteriores.

No obstante, el problema de rigidez de la corrección monetaria i sistema de valor constante fue exitoso en la financiación de largo plazo a las tasas más baratas del mercado. Ello fue posible por la práctica exclusividad de las CAV en la financiación de la construcción y la adquisición de vivienda; por la notable estabilidad de la

tasa de inflación; por la existencia del FAVI, que actuaba como un banco central perfecto en su función de prestamista de última instancia; por la remuneración del encaje y de los excesos de liquidez que las CAV depositaban en el FAVI; y por la aplicación de bajos niveles de encajes sobre las exigibilidades de estas entidades. El proceso de reformas iniciado a finales de los ochenta cambió el panorama; se rompieron las barreras de la especialización, se superaron los obstáculos legales para el diseño de líneas con capitalización de intereses, se suprimió la remuneración del encaje y de los excesos de liquidez, se eliminó el FAVI y se impusieron encajes a las exigibilidades de las CAV a niveles similares a los de los depósitos de ahorro y a plazo de los bancos y corporaciones financieras; además, se permitió a las CAV la captación y colocación de recursos en moneda legal, la realización de operaciones antes limitadas a otro tipo de establecimientos de crédito, se les otorgó la posibilidad de actuar como intermediarios del mercado cambiario y empezaron a intervenir en el mercado interbancario para el manejo de sus situaciones de liquidez.

Ahora las CAV se desenvuelven en un mundo más competido, donde priman las tasas de interés reales positivas, donde no tienen ningún privilegio frente a los demás establecimientos de crédito y en el cual la parte más importante de su costo financiero (la corrección monetaria) es un precio administrado.

En ese mundo, la condición *sine qua non* para la sobrevivencia de las CAV es que la determinación del costo de sus recursos (corrección monetaria más interés), tanto activos como pasivos, obedezca a las

condiciones específicas del mercado financiero y no a las que determinan la inflación, que son muy distintas.

No deja de llamar la atención que la propuesta de ligar nuevamente la corrección monetaria la inflación haya encontrado eco en el gobierno. Esto resulta incongruente con su iniciativa de eliminar la indización de contratos de la economía, como instrumento para romper las inercias inflacionarias que mantienen la inflación básica estacionada entre el 22 y el 23 por ciento; sólo faltaría que la propuesta se encamine a vincular la corrección monetaria con la inflación esperada.

El problema de la corrección monetaria

La eliminación de la exclusividad en la financiación de la construcción y la compra de vivienda, sumada a la pérdida de privilegios, obliga a la igualación del costo de la financiación del sistema UPAC con las tasas de interés del mercado; de esta manera, cabría esperar que, en un escenario de altas tasas de interés, una reducción exógena de la corrección monetaria permitiera un desfogue de las presiones alcistas: sin embargo, el efecto final está determinado por las características de la política monetaria.

Lo podemos observar en un ejemplo hipotético: si hacemos que la corrección monetaria se calcule con la inflación pasada, su nivel se reduciría en cerca de cinco puntos; la reacción inmediata de los demás establecimientos financieros sería hacia la reducción de las tasas de captación. Pero, si la autoridad monetaria está empeñada en mantener altos los rendimientos de sus títulos para hacer frente a un problema de inestabilidad

cambiaría, la disminución de las tasas no se podrá hacer efectiva.

Esto significa que en la actual coyuntura no cabe una corrección monetaria del 20% anual junto a una autoridad monetaria que se niega a bajar del 25% anual las tasas de los títulos de participación a un día y del 35% las de las operaciones repo.

Puesto que las CAV tienen que seguir captando a las tasas del mercado para poder competir con las demás entidades financieras, su reacción sería la de incrementar el componente de tasa de interés, de forma que su rendimiento (corrección monetaria más tasa de interés) permaneciera relativamente igual al ofrecido por las demás entidades financieras. En este sentido, podemos afirmar que la fórmula de cálculo de la corrección monetaria resulta irrelevante en la actual coyuntura, como instrumento para reducir las tasas de interés.

Sin embargo, el cambio no resulta irrelevante para el balance de las CAV; la necesidad de ajustar el componente de tasa de interés tiene repercusiones sobre su rentabilidad, al enfrentarlas al dilema de frenar drásticamente su actividad o absorber grandes pérdidas al aumentar la tasa de interés sobre la totalidad de sus pasivos y de forma marginal sobre sus activos. En últimas, podrían concentrar sus operaciones pasivas en moneda legal para financiar las activas en UPAC; pero ello tendría el efecto de una mayor exposición al riesgo cambiario, dado que la UPAC es una unidad de cuenta cuya tasa de cambio no depende del mercado sino de las decisiones de la autoridad monetaria.

Por lo tanto, sólo si hubiera un cambio en la política monetaria, que bajara el rendimiento de los títulos de participación

de corto plazo a niveles mucho menores que los actuales (25%), sería necesaria la modificación exógena de la corrección monetaria para asegurar el descenso de las tasas de interés.

En las discusiones sobre la mejor fórmula de cálculo de la corrección rara vez sale a relucir este tema como un problema de la política monetaria. La corrección monetaria se mantiene como el único precio controlado del sistema financiero y la autoridad monetaria independiente se ve forzada a convivir con él y con los efectos que ocasiona en los balances de las CAV.

La autoridad monetaria se seguirá viendo abocada a ulteriores modificaciones de la fórmula. Sin embargo, es preciso dar mayor estabilidad al cálculo de la corrección monetaria, conforme lo exigen los profundos cambios ocurridos en los últimos años en el mercado financiero; en las condiciones actuales, hay que tener en cuenta que las modificaciones de la fórmula tienen impacto en múltiples decisiones del mercado; pueden incidir sobre el desarrollo de los procesos de titularización de cartera, sobre la medición de riesgos de tasa de interés en los establecimientos de crédito, sobre la valoración de inversiones a precios de mercado y sobre las expectativas de los inversionistas.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

De acuerdo con cifras del Banco de la República, durante la semana que terminó el 4 de mayo, la tasa de crecimiento anual de M1 fue de 15,9% y la de la base monetaria de 10,6%.

Durante esa semana la base monetaria y M1 aumentaron en \$30 mil millones y en \$25 mil millones, respectivamente. Al igual

que en las semanas anteriores, el crédito interno neto a la Tesorería General de la Nación influyó en la variación de la base monetaria al aumentar en \$70 mil millones.

La oferta monetaria ampliada, M3, registró una variación anual de 18,8% y M2 de 18,9%: si en M3 se incluyen los bonos del sistema financiero, el crecimiento anual de este agregado sería de 24,3%.

El crecimiento anual de los bonos del sistema financiero (227,3%), se debe a que representan una mejor alternativa que las captaciones mediante CDT además de los menores costos (encaje cero), los bonos mejoran la relación de riesgo de liquidez de las entidades financieras, toda vez que la captación de bonos tiene plazos que superan el año, mientras que los CDT se captan en su mayoría a plazos inferiores a un año.

B. Tasas de interés

En la semana que terminó el 17 de mayo, el promedio de la tasa interbancaria fue de 26,37% E.A. dos puntos por debajo del promedio de la semana anterior. El mercado a la vista se caracterizó por la abundante liquidez que permitió que la tasa interbancaria continuara descendiendo.

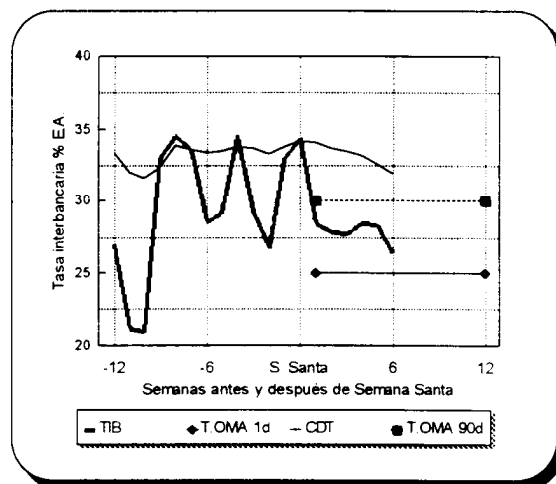
La liquidez fue de tal magnitud, que durante los primeros cuatro días de la semana el saldo de las OMA aumentó en \$522 mil millones, con las redenciones del viernes la contracción efectiva en la base monetaria por causa de las OMA fue de \$360 mil millones.

Estos niveles de restricción monetaria reflejan la necesidad del Banco de la República de mantener la rentabilidad del mercado en pesos y evitar nuevos ataques

contra la banda cambiaria el Banco de la República no permite que la tasa interbancaria caiga por debajo del 25% E.A, y a la vez mantiene una tasa del 30%, E.A. para sus títulos de 90 días (gráfico 1)

Gráfico 1

Tasa interbancaria, tasa de CDT de tesorería a 90 días y tasas de OMA a 1 y 90 días. Promedios semanales.

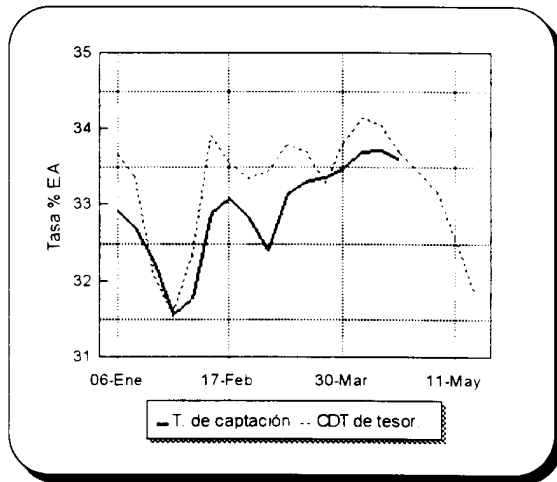


Fuente: Banco de la República. Encuesta Diaria Asobancaria.

Sin embargo, el comportamiento del mercado cambiario en los últimos días le permitiría al Banco de la República reducir las tasas que reconoce a los títulos de un día y 90 días, sin que ello represente una mayor rentabilidad del mercado cambiario frente al mercado en pesos

Gráfico 2

Tasa de CDT de tesorería a 90 días y tasa de captación del sistema financiero



Fuente: Superintendencia Bancaria y Encuesta Diaria Asobancaria.

La disminución de los pisos a las tasas de interés repercutirá necesariamente en afianzar la tendencia descendente de las mismas.

De acuerdo con la Superintendencia Bancaria, la tasa de captación del sistema financiero para el 19 de abril fue de 33,66%, menor en 0,07 puntos a la de una semana atrás, pero superior al promedio del primer trimestre de 1996 (32,83% E.A.).

Se espera que la tasa de captación del sistema financiero continúe descendiendo, como lo indica el comportamiento de la tasa de CDT de tesorería a 90 días (gráfico 2)

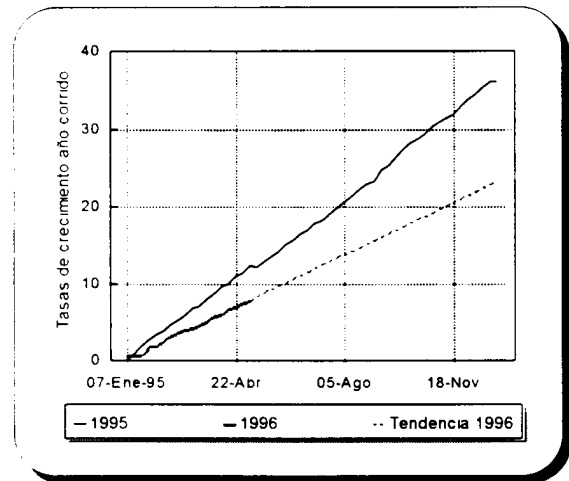
C. Cartera de créditos

Según las cifras publicadas por el Banco de la República, el pasado 4 de mayo, la tasa de crecimiento anual de la cartera del sistema financiero se mantiene en franco descenso al alcanzar un nivel del 30,9%, el crecimiento en lo corrido del año indica una variación de 7,9% que de mantenerse

llevaría a un crecimiento de la cartera de 23% en 1996 (gráfico 3).

Gráfico 3

Cartera total del sistema financiero. Tasa de crecimiento año corrido.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

Aunque esta situación difiere de la presupuestada inicialmente por la Junta Directiva del Banco de la República, el nivel actual de las tasas de interés y el deterioro del crecimiento económico, se convierten en los principales obstáculos para revertir esa tendencia.

Según la Superintendencia Bancaria, el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero para el 19 de abril fue de 6,35%, correspondiente a un crecimiento de \$370 mil millones de la cartera vencida durante 1996, frente a un crecimiento de \$2,2 billones en la cartera bruta del sistema financiero en el mismo período.

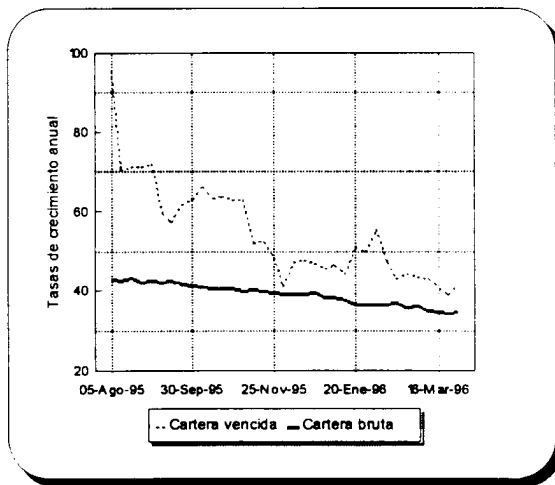
Al finalizar 1995, el indicador de calidad de la cartera era de 5,57%, un aumento de casi un punto porcentual en lo corrido de 1996. Esta situación obedece a que mientras la cartera del sistema financiero está creciendo a niveles cercanos al 30%,

la cartera vencida presenta una tasa de crecimiento anual del 42%.

Estas descompensaciones ocurren cuando se generan situaciones como las actuales en que las tendencias recesivas y las altas tasas de interés generan un crecimiento cada vez menor de la cartera del sistema financiero, mientras que la cartera vencida no decrece tan rápidamente, y el indicador de calidad de la cartera se deteriora (gráfico 4)

Gráfico 4

Cartera vencida y cartera bruta. Tasas de crecimiento anual.



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria

El impacto de las altas tasas de interés sobre la evolución de la calidad de la cartera amplía el espectro de los costos de la política monetaria.

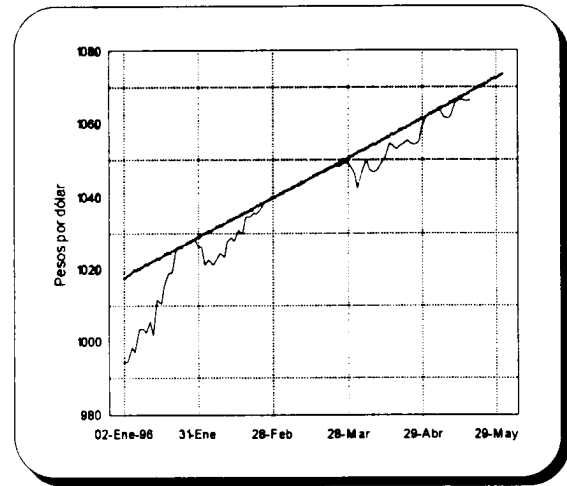
II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 17 de mayo, el promedio de la tasa de representativa del mercado fue superior en \$3,85 al de la semana anterior. La tasa permaneció muy cerca del techo de la banda (\$1,6 por debajo, en promedio) sin embargo, la relación entre el techo de la banda y la TRM ha sido menos rígida de lo que fue

entre el 26 de febrero y el 21 de marzo de este año (gráfico 5); esta situación ha permitido que el Banco de la República disminuya sus intervenciones en el mercado cambiario, pero aumenta las perspectivas de rentabilidad en el mercado de divisas.

Gráfico 5

TRM y banda cambiaria



Fuente: Banco de la República.

La devaluación en lo corrido del año fue de 7,98%, mientras que la devaluación anual fue de 22,09%.

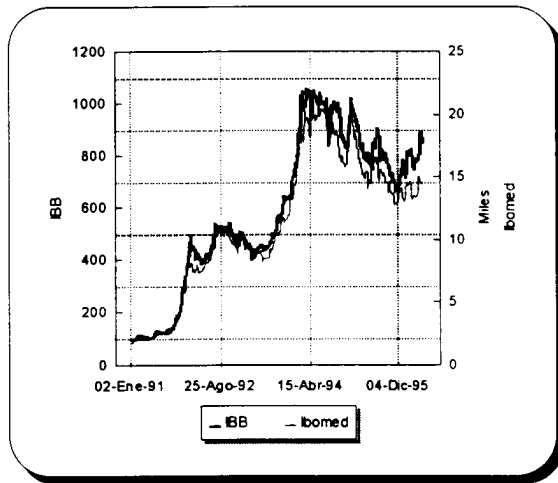
III. MERCADO BURSÁTIL

Mientras en el país se habla de una recesión, en el mercado bursátil se observa un crecimiento de los índices de las diferentes bolsas del país (gráfico 6). Esta situación refleja en alguna medida el nuevo auge de los mercados emergentes, y Colombia a pesar de la crisis política, las tendencias recesivas y las altas tasas de interés, no está lejano de ese auge.

Un crecimiento de la economía del 3,8% cómo es previsto por el gobierno, no indica que el país esté al borde de una recesión, por el contrario, la esperanza de una pronta solución a la crisis política, así como las expectativas de un aumento en la

producción petrolera, son indicios de que el país tiene como crecer y por lo tanto la crisis no es un desestímulo para invertir en Colombia.

Gráfico 6
IBB e Ibomed



Fuente: Bolsa de Bogotá, Bolsa de Medellín