



El anuncio del Banco de la República:

DOS OBJETIVOS PUEDEN CONVERTIRSE EN UN OBSTACULO A LA EFICIENCIA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Por primera vez en el año, y por séptima vez consecutiva¹, la Junta Directiva del Banco de la República aumentó sus tasas de interés de intervención el pasado 25 de enero al fijar la tasa base para las subastas de expansión en 7,75%.

Según informó la Junta el año pasado el manejo de la política monetaria permitió cumplir con la meta de 4,8% de inflación y aunque para este año hay confianza de que la variación del índice de precios se encontrará dentro del rango meta (3,5% - 4,5%), el resultado de la inflación del mes de enero que superó todos los pronósticos, se convierte en una señal de alerta.

El mayor crecimiento de la demanda interna y del crédito así como las buenas perspectivas acerca del comportamiento económico de mediano plazo y la evolución de los indicadores de inflación básica y de los precios de algunos bienes y servicios no transables, aconsejan según la Junta, continuar con el proceso pausado de normalización del impulso monetario.

Adicionalmente la Junta anunció su resolución de intervenir de manera masiva en el mercado cambiario con el propósito de neutralizar las presiones transitorias derivadas de la venta de activos del sector público. Esta acción, dijeron sus miembros, se llevará a cabo sin poner en riesgo el logro de la meta de inflación gracias a la coordinación entre el Gobierno y el Banco Central.

¹ Los aumentos se han producido en las siguientes fechas:

El 28 de abril de 2006 de 6,0% a 6,25%; el 20 de junio de 2006 de 6,25% a 6,50%; el 18 de agosto de 2006 de 6,50% a 6,75%; el 29 de septiembre de 2006 de 6,75% a 7,0%; el 27 de octubre de 2006 de 7,0% a 7,25%; el 15 de diciembre de 2006 de 7,25% a 7,50%; el 25 de enero de 2007 de 7,50% a 7,75%.

La actual coyuntura de apreciación de nuestra tasa de cambio se está convirtiendo nuevamente en una prueba de fuego del sistema de libre flotación que asumió el país desde 1999. Cuando la autoridad pretende lograr un nivel determinado de la tasa de cambio se endogenizan los agregados monetarios y se produce un sesgo inflacionario, pues para sustentar una tasa de cambio en un episodio de revaluación el banco central debe intervenir comprando reservas internacionales, expandiendo así la oferta monetaria.

En esta edición de La Semana Económica se evalúa el accionar del Banco de la República en el contexto de la política de inflación objetivo y se aborda la inquietud que todos los analistas tienen: ¿Hasta que punto las intervenciones del Banco en el mercado cambiario para contener la caída en la tasa de cambio, dejaron de ser neutras y empezarán a poner en riesgo la efectividad de la política monetaria?

El Banco de la República y el control de los precios

El índice de Precios al Consumidor alcanzó 0,23% en el mes de diciembre del año anterior y gracias a este resultado la inflación se ubicó en 4,48%. Este resultado fue 0,38 puntos porcentuales inferior a la inflación de 2005 y se ubicó 0,02 puntos por debajo de la meta fijada por el emisor. De esta manera el Banco de la República cumplió por sexta vez la meta de inflación que se ha propuesto desde el año 1999.

El nivel de los agregados monetarios refleja que el objetivo de mantener a raya la inflación se ha logrado en un contexto de amplia provisión de liquidez. Las más recientes cifras semanales del Banco de la República² muestran que el agregado monetario M1 (efectivo + depósitos en cuenta corriente) presenta un saldo acumulado de \$37 billones. Este valor implica un crecimiento anual

² Al 12 de enero de 2007.

de 18,7%, cifra superior a la observada el mismo periodo del año anterior (17,8% anual).

La evolución del agregado monetario ampliado (M3 + bonos) muestra en lo corrido de 2007 un crecimiento anual de 17%, cifra superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior (16,4%).

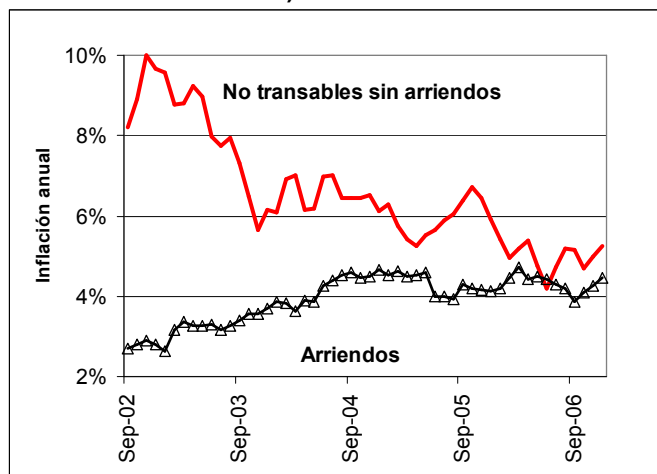
La política monetaria y la inflación

Ha habido entonces una política monetaria expansiva que se ha reflejado en aumentos en la liquidez primaria y permanente de la economía.

Lo anterior muestra la disposición del Banco por ofrecer los recursos que el mercado ha requerido, pero también el efecto de las intervenciones del emisor en el mercado cambiario. Los impactos de este aumento de la liquidez en la economía parecen haber empezado a sentirse en los precios de los bienes y especialmente en los de los no transables.

La mejor manera de ilustrar este punto es examinando el comportamiento de la inflación de aquellos bienes y servicios que no se ven afectados directamente por las fluctuaciones de la tasa de cambio y que, como en el caso de los arriendos o el corte de cabello, no se importan.

Gráfico 1.
Inflación anual de los No transables (Arriendos y resto de no transables)



Fuente: DANE, cálculos Asobancaria

En el gráfico 1 se muestra la variación anual del IPC de los bienes no transables sin incluir arriendos así como la inflación de los alquileres de vivienda. La inflación del grupo, descontado el pago de los arriendos, después de haberse disminuido hasta niveles cercanos al 4%, empezó a repuntar en los últimos meses de 2006, acompañado por un incremento en la inflación de los arriendos.

El que la inflación del mes de enero haya estado por encima de todos los pronósticos y que los precios de los bienes no transables haya revertido su tendencia de los últimos cuatro años podría indicar que la política monetaria expansiva ha empezado a generar presiones inflacionarias.

El cierre de la brecha del producto y el efecto riqueza en el componente de consumo

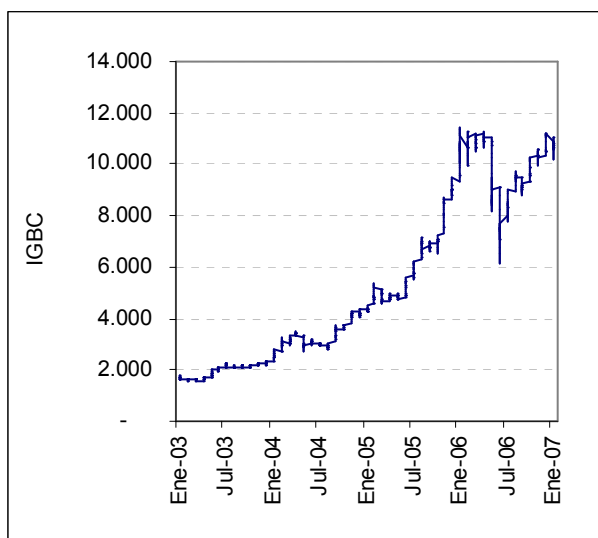
Además de la inquietud del Banco de la República por el cambio en la tendencia en el precio de los no transables, ha señalado su preocupación por el efecto que puede tener sobre la inflación el importante dinamismo registrado en la actividad económica real.

Por el lado de la demanda se destaca el incremento de la interna privada, tanto en inversión como en consumo, y el buen ritmo que sigue mostrando la demanda mundial. Para el tercer trimestre de 2006 la economía como un todo creció cerca de 7,7%, resultado sin precedentes en nuestra historia económica reciente. Ello estuvo acompañado por un incremento en el consumo de los hogares de 6,6% y de una formación bruta de capital de 25%.

Varios factores han determinado este comportamiento. Entre estos se encuentran la recuperación de la confianza, la apreciación del peso, el bajo nivel de las tasas de interés y una abundante disponibilidad de recursos de crédito. Hay además un efecto riqueza nada despreciable, originado en la recuperación del precio de los activos. Después de varios años de aletargamiento, el consumo de los hogares ha empezado a reaccionar y el efecto riqueza está jugando un papel aún más importante que el del resto de factores antes mencionados.

El índice de la Bolsa de Valores de Colombia, que es uno de los mejores indicadores de la recuperación del precio de los activos, superó los 11.100 puntos en el cierre del año. Esto significa que frente a su nivel de principios de 2004, cuando se ubicó 2000 puntos, el índice ha aumentado en cerca de 5,6 veces (gráfico 2).

Gráfico 2
Nivel del IGBC



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, los precios de la vivienda que reflejan el mayor valor de los activos locales, han logrado recuperarse luego de haberse contraído sustancialmente entre 1998 y 2002. Según los últimos datos disponibles, el índice real de precios de la vivienda nueva en Bogotá se redujo 39% entre 1995 y 2002, mientras que a partir de esa fecha y hasta junio de 2006 su crecimiento había alcanzado 18%.

Adicionalmente la Junta ha mencionado que el comportamiento de algunos indicadores claves de la economía como el índice de producción manufacturera y las ventas del comercio al por menor son señales inequívocas de que la actividad económica mantiene un ritmo acelerado. Según cifras del DANE la producción industrial, sin trilla de café, creció 11% en el acumulado entre enero y noviembre de 2006 y el comercio minorista sin combustibles continúa creciendo a tasas superiores al 14%.

Bajo las anteriores condiciones, y con el propósito de “normalizar la política monetaria” y de contener un posible recalentamiento del sector real de la economía para mantener el crecimiento en una senda “sostenible”, el Banco de la República ha tomado la decisión de incrementar sus tasas de interés de intervención.

Sin embargo, conviene preguntarse si es posible contener la demanda agregada mediante el aumento en las tasas de intervención del banco, sin considerar el papel que está jugando el efecto riqueza sobre la demanda de los hogares.

Como ya se dijo, el efecto riqueza parece estar teniendo un mayor peso sobre la dinámica del consumo que las tasas de interés del mercado, limitando la efectividad de la política del Banco.

Además, la evidencia indica que las únicas tasas que están reaccionando a los aumentos de las del Banco son las preferenciales y de tesorería. Las tasas de interés de los créditos de consumo no han reaccionado a los aumentos en las tasas del Banco de la República por las condiciones de competencia que está experimentando el mercado así como por el efecto de la certificación de las tasas de la Superintendencia Financiera³, sin olvidar los efectos de la obstrucción que está experimentando el canal de transmisión de las tasas de intervención del banco a las tasas del mercado.

Las intervenciones en el mercado cambiario y la importancia de una coordinación efectiva

Claramente la apreciación del peso ha respondido a factores que en cualquier momento se pueden revertir. Sumado a lo anterior, continúa existiendo un fuerte debate en torno a la eficacia de las intervenciones que hasta ahora ha hecho el Banco de la República en el mercado cambiario. Si bien es cierto que de no ser por el accionar del Banco hoy en día la tasa de cambio se encontraría en un nivel mucho más bajo, varios análisis

³ Para mayor detalle acerca de los efectos de las certificaciones de las tasas de interés de la Superintendencia Financiera ver la Semana Económica 587 del 12 de enero de 2007.

tas plantean que las intervenciones no han sido ni suficientes ni eficaces.

Adicionalmente, es importante considerar el efecto que este accionar puede tener sobre los agregados monetarios y a la larga sobre la inflación. De acuerdo con los operadores del mercado cambiario, el Banco intervino durante el mes de enero de 2007 con compras cercanas a los US\$1.000 millones, valor que se aproxima al total de las intervenciones discrecionales que realizó durante 2006, y que sin una esterilización inmediata implica una inyección de recursos monetarios cercanos a los \$2,2 billones. Si bien el acuerdo de coordinación para esterilizar los recursos entre el Banco y el Gobierno acaba de ser anunciado, de tal forma que empezará a operar en las próximas semanas, hoy la economía cuenta con un excedente de recursos monetarios que no ha sido esterilizado por el equivalente a los US\$ 1000 millones que el Banco compró en enero.

Lo cierto es que por ahora es muy poco probable que el emisor abandone su política de intervenciones, especialmente si se tiene en cuenta el mensaje de su último comunicado en el que dijo que lo hará “masivamente”, y en coordinación con el Gobierno para realizar adecuadamente los procesos de esterilización.

Los dólares de las privatizaciones y las mayores tasas podrían restarle eficiencia al “manejo” cambiario y al proceso de normalización de los agregados monetarios

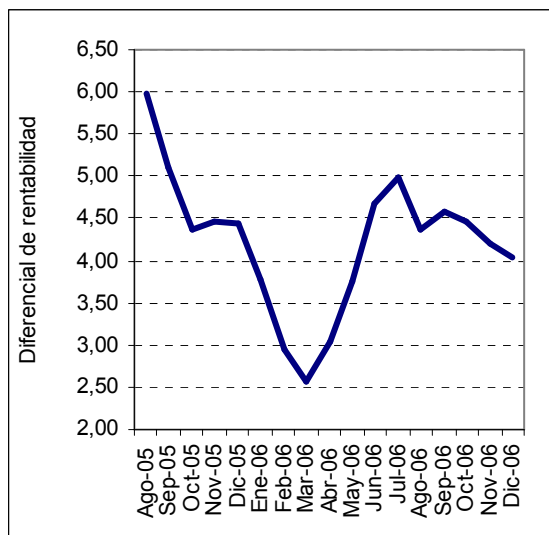
Antes de terminar 2006 muchos analistas del mercado le apostaban a una muy posible revaluación del peso durante 2007, como resultado del ingreso de los dólares de las privatizaciones y del aumento en el endeudamiento externo neto del Gobierno.

A pesar del mensaje que han enviado las autoridades económicas de trabajar de manera coordinada para contrarrestar el efecto que podría producir el ingreso de los dólares de la venta de Ecogás y de Granbanco-Bancafé sobre la tasa de cambio, ahora hay que considerar el efecto que producirá el aumento en las tasa de interés del banco sobre el diferencial de rentabilidades y de paso sobre los flujos de capital.

Dicho factor no es otra cosa que la diferencia entre las tasas de interés domésticas y las externas, descontando la devaluación esperada. A medida que el diferencial es mayor, la inversión en los mercados locales es más atractiva que la que podría hacerse en el exterior.

De hecho durante todo el 2006 ese diferencial ya era positivo y con seguridad fue uno de los factores que estimuló los flujos de dólares hacia Colombia. Si tomamos como tasa de interés interna la tasa de los TES con vencimiento en 2020, y como tasa de interés externa la tasa de los Treasury Bills pagaderos en esa misma fecha, encontramos un estimativo del diferencial de tasas (aun sin descontar la devaluación esperada) que nos indica que durante 2006 las inversiones en los mercados de nuestro país fueron más favorables que en el exterior, especialmente desde la segunda mitad del año⁴ (gráfico 3)

Gráfico 3
Diferencial Rentabilidades de Inversiones TES en dólares a 20 años v.s. Treasury Bills a 20 años
(Sin descontar la devaluación esperada)



Fuente: Banco de la República. FED. Cálculos Asobancaria

En promedio, durante este periodo el diferencial de tasas se ha mantenido alrededor de

⁴ Diferencial de tasas (%) = TES 20 años (%) – Treasury Bills a 20 años.

4,2%, gracias en parte a la disminución en los precios de los TES y el consecuente incremento de sus tasas. De lo anterior se puede concluir que para un inversionista continuará siendo favorable traer sus dólares al país si nuestra moneda se devalúa menos de 4,2% o se aprecia, o si las tasas de interés domésticas se aumentan.

Precisamente cuando el Emisor sube sus tasas para controlar la inflación, está induciendo un aumento en el diferencial de rentabilidades que puede desencadenar un flujo mayor de dólares desde el exterior hacia el país, produciendo presiones adicionales sobre la tasa de cambio y haciendo aún más difícil su propósito de controlarla.

Anotaciones finales

El Banco de la República afronta una situación que exige un alto nivel de prudencia, ya que su accionar está apuntando a dos objetivos lo cual disminuye la efectividad de la política monetaria.

De una parte, en su última reunión la Junta Directiva dio señales claras de continuar con su compromiso de mantener bajo control la inflación, aumentando sus tasas de intervención para “normalizar” el nivel de los agregados monetarios y contener la fuerte dinámica que continúa mostrando la demanda agregada.

De otra parte, manifestó su clara decisión de continuar interviniendo en el mercado cambiario de manera discrecional y masiva para restarle fuerza a las presiones “coyunturales” que están determinando la apreciación de nuestra moneda.

Sin embargo los objetivos que el banco se ha fijado pueden llegar a “enfrentarse”, restándole credibilidad y eficiencia a la política monetaria.

En primer lugar, el aumento de las tasas de intervención para “normalizar” el nivel de los agregados monetarios y frenar el desborde de la demanda agregada podría no llegar a ser efectivo. Por un lado, la pérdida de eficiencia para encausar los agregados monetarios puede derivarse de las presiones expansionistas que continuarán experimentando los agregados monetarios como producto de las intervenciones en el mercado cambiario, a pesar de la coordinación con el Go-

bierno y por el otro, el efecto del aumento de las tasas de intervención para restarle dinamismo a la demanda agregada no parece estar operando adecuadamente por el efecto riqueza que están experimentando los agentes y por el bajo nivel de transmisión que está operando entre las tasas de intervención del banco y las del mercado.

En segundo lugar, el deseo del banco de contener la apreciación del peso frente al dólar se verá contrarrestado por el mismo accionar del emisor al estimular mayores entradas de capital por los aumentos en sus tasas de intervención.

Es innegable que la actual coyuntura de apreciación de nuestra tasa de cambio se está convirtiendo nuevamente en una prueba de fuego del sistema cambiario que asumió el país desde 1999. Una limitación que se tiene cuando se quiere fijar pisos a la tasa de cambio es la pérdida de control de los agregados monetarios, con el sesgo inflacionario que esta situación produce. Mantener una tasa de cambio en un episodio de revaluación supone que el banco central debe intervenir comprando reservas internacionales, expandiendo así la oferta monetaria.

Por lo anterior, el Banco de la República debe ser muy cuidadoso en su accionar en materia cambiaria so pena de generar incertidumbre en el cumplimiento de su meta de inflación.