

MEJORAS EN EL PANORAMA MACROECONÓMICO Y MAYOR INCERTIDUMBRE A NIVEL SECTORIAL

Los acuerdos logrados entre la Junta Directiva del Banco de la República y el Gobierno, junto con la decisión de controlar temporalmente el nivel de las tasas de interés suscitan, al menos, dos tipos de análisis:

Mientras que a nivel macroeconómico se percibe un ambiente favorable para el cumplimiento de la meta de inflación, a nivel microeconómico pueden surgir posibles impactos indeseables sobre el sector financiero.

La disminución del gasto público y del nivel de endeudamiento público interno, y el alivio sobre la liquidez general de la economía a que dará lugar el movimiento de los medios de pago hacia el centro del corredor monetario, apuntan a facilitar el cumplimiento de la meta de inflación.

Estas medidas no sólo tienden a desacelerar el ritmo de crecimiento de la demanda agregada, sino que crean unas condiciones propicias para reducir las tasas de interés sin necesidad de acudir a medidas de control como las establecidas en la Resolución Externa No. 16 de la Junta Directiva del Banco de la República.

La Asobancaria había comentado en varias oportunidades que el giro que dio la Junta Directiva del Banco de la República en el manejo de la política monetaria -apelando a una política ortodoxa de altas tasas de interés para frenar la dinámica de la demanda agregada-, requería ser complementado con un esfuerzo de ahorro del gobierno; no era suficiente el logro de un equilibrio en las cuentas fiscales si el gasto seguía creciendo a los elevados ritmos observados en los últimos años.

En las medidas adoptadas hay un reconocimiento implícito por parte de la Junta del Banco de que tal situación estaba llevando a niveles extremos el control monetario. De acuerdo con los cálculos realizados por la Asobancaria, un movimiento de los medios de pago hacia el centro de su corredor implica un descenso en el saldo de las operaciones de mercado abierto del Banco de alrededor de \$310 mil millones.

De haberse mantenido la tónica de altas tasas de interés y elevado ritmo de aumento del gasto, la disminución del ritmo de crecimiento del PIB habría sido más dramática de lo esperado inicialmente. No obstante, en las medidas recientes hay un costo alto para el país en términos del recorte de la inversión, especialmente de aquella orientada al programa de desarrollo social.

Desafortunadamente, la intervención de las tasas, que dadas las otras modificaciones no era necesaria, deteriora la credibilidad de la política económica de nuestro país. Supuestamente los resultados de la política monetaria se harían evidentes en el segundo semestre de 1995, pero el Banco pareció desconfiar de la efectividad de su propia política.

A nivel sectorial, la medida de control a las tasas de interés activas puede tener repercusiones negativas, toda vez que tiende a deprimir las operaciones activas de largo plazo.

En esta materia, el control a las tasas se suma a otras normas que han tenido efectos en el mismo sentido: la política de valoración de inversiones a precios de mercado y el aumento del encaje ponderado de las captaciones a plazo han llevado a las entidades financieras a concentrarse en inversiones de corto plazo y a la reducción de la oferta de recursos del público a plazos superiores a los seis meses.

En el caso de las CAV la situación resultante puede marcar un abrupto final del prolongado auge de la construcción. La composición del costo financiero de las CAV en corrección monetaria más tasa de interés hace vulnerables las operaciones tanto activas como pasivas del sistema Upac; una simulación realizada por la Asobancaria cuando se introdujo la última modificación al método de cálculo de la corrección monetaria mostró que ante un cambio drástico de las tasas de interés del mercado, esta tardaría cerca de 3 meses en adaptarse al nuevo escenario.

Los últimos datos disponibles de la Superintendencia Bancaria indican que la tasa media de colocación de las CAV el pasado 26 de mayo era de 47 por ciento efectivo anual, con una corrección monetaria del 26 por ciento; lo anterior significa que la única forma de amoldarse a los topes establecidos es fijar una tasa media de 15 puntos, cuando la tasa para los créditos de vivienda de interés social estaba entre 13 y 14 por ciento, en la fecha mencionada.

Hay que reconocer, sin embargo, que la disminución de las tasas de interés reduce el riesgo de deterioro de la cartera de créditos de los establecimientos de crédito. Hasta ahora el indicador de calidad se ha mantenido en niveles razonables, pero la presión al alza de las tasas de interés hacía prever el surgimiento de dificultades en el mediano plazo.

1. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 10 de junio de 1995 el valor de los medios de pago se ubicó \$ 124 mil millones por debajo del límite inferior de su corredor. La base monetaria, por su parte, se mantiene dentro del corredor.

Las tasas de crecimiento anual de la base y la oferta monetaria están 8 y 15 puntos por debajo de aquellas observadas en igual fecha del año anterior. Estos comportamientos evidencian el estricto control monetario a que ha sido sometida la economía.

Dadas las recientes medidas de la Junta Directiva del Banco de la República, los medios de pago tendrían que incrementarse en \$570 mil millones, para llegar al centro del corredor el primero de julio.

Suponiendo que todo el esfuerzo de ubicar MI en el centro del corredor se realice mediante disminución en el saldo de las operaciones de mercado abierto, este último tendría que reducirse en \$310 mil millones.

Este ejercicio supone que se mantiene el dinamismo del crédito interno, de las reservas internacionales netas y de los componentes del multiplicador.

De todas maneras, el comportamiento observado del saldo de las OMA durante 1995, indica que se ha presentado un descenso importante.

B. Tasas de Interés

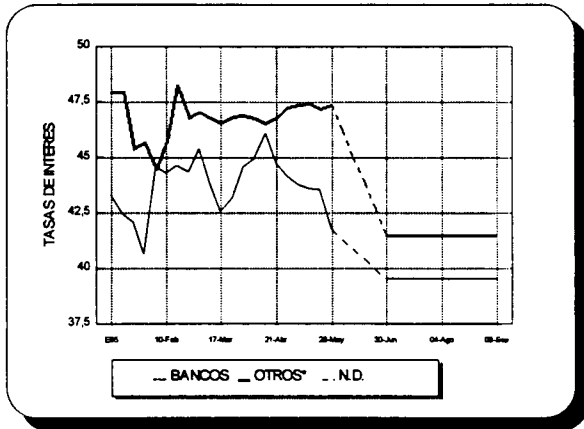
Las medidas anunciadas por la Junta Directiva del Banco de la República el pasado viernes establecen un límite máximo para las tasas de interés en las operaciones activas de los bancos a un nivel del 39,5% efectivo anual, y de 41,5% efectivo anual para aquellas de los demás establecimientos de crédito.

Estos límites empezarán a regir a partir del 27 de junio y se mantendrán hasta el primero de septiembre de 1995.

Los nuevos niveles implican una reducción importante de las tasas observadas al 26 de mayo. Entre esta última fecha y el 27 de junio los bancos deben disminuir las tasas en más

de 2 puntos, las corporaciones financieras en 3.8 puntos, las compañías de financiamiento comercial en más de 8 puntos y las corporaciones de ahorro y vivienda en casi 6 puntos.

Gráfico 1
Tasas de colocación y control a las tasas



**Se halló como promedio aritmético de las tasas de colocación de C.F.s C.F.C.s y C.A.V.s.*

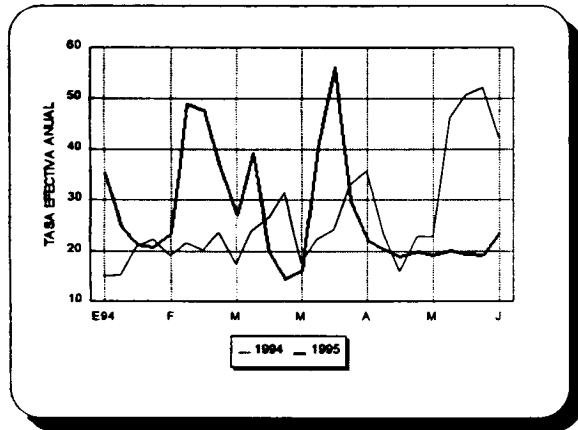
Fuente: Superintendencia Bancaria

Aunque las diferencias son grandes, debe tenerse en cuenta que la última información disponible, que proviene del Informe Financiero Semanal de la Superintendencia Bancaria, tiene un rezago de alrededor de un mes y medio y, sobre todo, que las condiciones de mayor liquidez de la economía, a que darán lugar el recorte del gasto público y el aumento de los medios de pago, permitirán el ajuste a las nuevas tasas de interés, por parte de las entidades financieras.

Ese ajuste, por supuesto, traerá consigo la consecuente disminución de las tasas pasivas. Desde mediados de junio la tasa interbancaria ha presentado un mayor nivel y ha aumentado su inestabilidad, en comparación con el comportamiento que se venía observando desde la semana de pascua. Entre el jueves siguiente a la Semana Santa y el miércoles 14 de junio, esta tasa presentó un registro promedio del 20% E.A. y una desviación estándar de 2,7. En la última semana, esos indicadores han sido del 23% E.A. y de 3,9, respectivamente.

Es importante llamar la atención en torno a algunas lecturas equivocadas que se han publicado recientemente en la prensa, a propósito de la relación entre las tasas de interés de los instrumentos a plazo y la tasa interbancaria.

Gráfico 2
Tasa interbancaria efectiva anual
Promedios semanales



Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria

En diferentes oportunidades, la Asobancaria ha llamado la atención sobre el hecho de que los incrementos sostenidos de la tasa interbancaria pueden traducirse en incrementos de la tasa pasiva. Sin embargo, esos canales de transmisión no funcionan en sentido contrario cuando la tasa interbancaria baja.

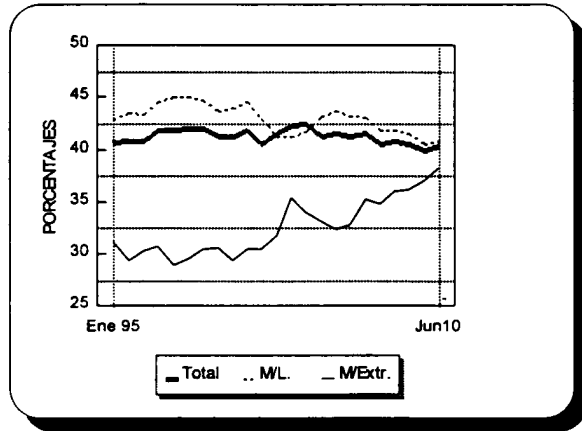
C. Cartera de Créditos.

De acuerdo con las cifras del Banco de la República para la semana que terminó el 10 de junio, la tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos del sistema financiero (incluyendo la FEN), volvió a superar el 40%, y como se ve en el gráfico 3, la tasa de crecimiento anual de cartera en moneda extranjera continúa en ascenso.

El efecto que un eventual traslado de MI al centro del corredor pudiera tener sobre la cartera del sistema es mínimo pues los recursos necesarios para esta operación (\$310 mil millones), solo representan un 1,5% del valor total de la cartera del sistema financiero, observado el 10 de junio, según cifras del Banco de la República.

Gráfico 3
Cartera de créditos del sistema financiero
tasas de crecimiento anual

Fuente: Banco de la República.



La cartera neta de las corporaciones financieras ha presentado un desempeño más dinámico que la del resto de establecimientos financieros debido a que la cartera comercial neta representa el 95% del total. Y ha sido la cartera de consumo la que ha venido descendiendo.

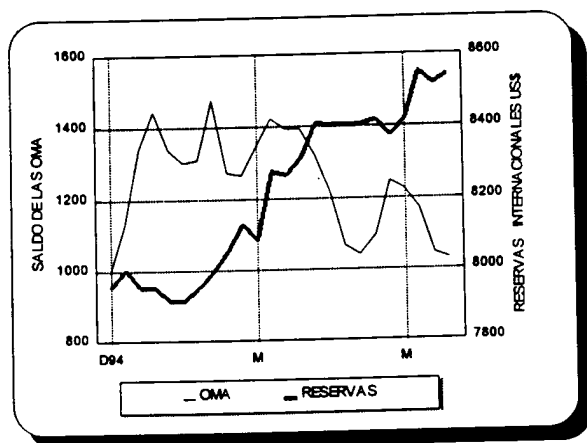
TASA DE CAMBIO

La tasa representativa del mercado continúa con el mismo comportamiento de la semana anterior alejándose del punto medio de la banda cambiaria, hasta alcanzar el viernes una diferencia máxima de \$19,3 en lo corrido del año.

El crecimiento de las reservas internacionales, hasta junio 9, se ha desviado en un 85% de la meta esperada por el gobierno para todo el año; como se puede ver en el gráfico 4, continúan creciendo, validando en cierta medida la revaluación que se esta presentando en términos nominales.

Gráfico 4
Reservas Internacionales SUS y Saldo de OMAS

Fuente: Banco de la República



La devaluación en lo corrido del año y la anualizada, con base en la tasa observada en el último mes coinciden en una tasa del -5,0%.

III. SECTOR REAL

De acuerdo con el informe de coyuntura de la Superintendencia de Valores, las empresas manufactureras del país incluidas en el Registro Nacional de Valores, durante el primer trimestre de este año, aumentaron sus activos totales con respecto al último trimestre de 1994 en un 5,0%. Se destaca, en particular, el aumento de los activos corrientes en un 21%, debido en gran parte al rubro de inversión que creció 273,1%.

El buen comportamiento de las empresas durante este primer trimestre, es una base sólida para la formación de las expectativas que, según la encuesta de FEDESARROLLO para el mes de abril, tenían los empresarios acerca del comportamiento de la economía.

La mayoría de las empresas del sector industrial consultadas (55%), consideraba que su situación económica era normal, y que se mantendría así durante los siguientes 6 meses (57%). En el sector del comercio, la opinión predominante (53%) es que la situación económica durante abril fue normal. Y la expectativa para seis meses después es que se mantenga igual (46%) o que mejore (41%).

Estas perspectivas contrastan con el ambiente creado en algunos artículos de prensa que apuntan a una fuerte desaceleración de la economía.