

**Proceso Antiinflacionario:
TODOS PONEN... ¿QUIENES
GANAN?**

El resultado del índice de precios al consumidor en junio es insatisfactorio: la meta del 17% parece inalcanzable para 1996. Por otra parte, hay que anticipar que las cifras de desempleo, próximas a publicarse, mostrarán un continuado deterioro durante el primer semestre de 1996.

La insatisfacción y las preocupaciones deberían dar paso, por fin, a un debate serio y exento de doctrinarismos innecesarios, sobre la eficacia de la política económica de los últimos años, sobre su balance costo-beneficio y sobre las opciones posibles.

La economía colombiana podría tener que expiar dramáticamente los pecados del manejo económico de los últimos seis años. Dichos pecados se relacionan con la montaña rusa de las tasas de interés a que se ha sometido a la economía colombiana desde 1990 (con episodios de intervención directa, de encajes marginales, de topes al crecimiento del crédito y demás): se relacionan también, con el *boom* de demanda agregada que se provocó entre mediados de 1991 y comienzos de 1994 mediante una mezcla de laxitud monetaria, aceleración del gasto público y revaluación del peso.

Ese manejo económico contribuyó a la caída del ahorro agregado de la economía y a la creciente ampliación del déficit en cuenta corriente.

Sin duda, la recuperación del ahorro es muy importante y constituye una solución estructural a la actual situación de la economía. Pero, adoptar las propuestas de forzar esa recuperación mediante elevadas

tasas de interés y reducción del tamaño del Estado implica llevar a la economía a una recesión.

En ese contexto, la expiación de los pecados va a tener un gran costo en términos de desempleo. Los resultados de desempleo e inflación obtenidos en estos dos años de apretón monetario y a apuntan en esa dirección.

Ajuste sobre el empleo

Los programas de ajuste ortodoxos traen costos ciertos y beneficios inciertos para las sociedades que los emprendan. Dentro de este marco de referencia y siguiendo de cerca los resultados en Colombia, vale la pena cuestionarse sobre el sostenimiento del actual programa de ajuste.

Un punto adicional de desempleo en Colombia no representa lo mismo que ese mismo punto en cualquier nación desarrollada (e incluso en una de similar nivel de desarrollo). En esas otras naciones, los desajustes temporales del nivel de empleo respecto de su tasa natural no producen efectos colaterales tan profundos a nivel social y no pasan de ser un realineamiento del mercado laboral; por el contrario, dadas las condiciones sociales y de violencia que afronta nuestro país, un punto adicional de desempleo tiene más trascendencia que el simple acomodamiento del mercado laboral.

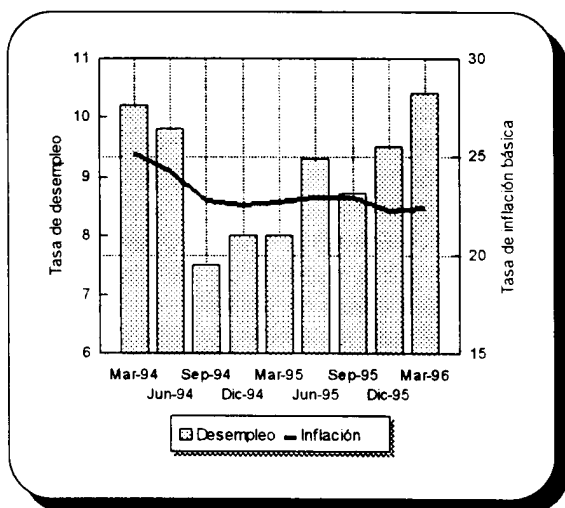
Inducir a la economía a una parálisis por cuenta de ganancias pírricas en materia de inflación, podría ser más costoso de lo que las estadísticas de la actividad económica reflejan superficialmente.

El desempleo lleva la delantera

Para una sociedad es necesario hacer un balance de cuánto está sacrificando y cuánto está ganando mediante la

implementación de un programa de ajuste. Desafortunadamente los resultados parecen indicar que ese costo ha sido alto en el caso colombiano y que no existe un cuestionamiento de fondo.

Gráfico 1
Tasa de desempleo e inflación básica



Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria

El coeficiente de sacrificio, medido como la relación entre la diferencia de la tasa de desempleo con respecto a su tasa natural y la reducción en la inflación básica (para el periodo comprendido entre marzo de 1994 y marzo de 1996) indica que la reducción en un punto porcentual de la inflación básica ha implicado un aumento de 3,5 puntos en la tasa de desempleo.

En el gráfico 1 se puede apreciar el estancamiento de la inflación básica alrededor del 23%, mientras que la tasa de desempleo empezó a subir desde el tercer trimestre de 1994.

Estas cifras indican que el costo de la política económica ha sido alto y seguirá siendo alto, en la medida en que la única opción siga siendo la restricción monetaria y las altas tasas de interés.

El 15%: ¿de desempleo? ¿De inflación?

La Junta Directiva del Banco de la República ha manifestado explícitamente (o por lo menos así lo indican sus ejercicios de programación macroeconómica) su intención de lograr una reducción de la inflación al 15% en 1998.

Al paso que vamos, ese porcentaje no solamente no se va a cumplir, sino que, muy seguramente el empeño en mantener la actual política monetaria va a estar acompañado de una de las mayores cifras de desempleo en la historia económica reciente de Colombia.

Cifras de desempleo de esa magnitud se vieron a mediados de la década de los ochenta cuando estaba en pleno furor el programa de ajuste a la F.M.I.. Tal ajuste rindió sus resultados en términos de reducir la inflación a niveles cercanos al 14% a mediados de 1986: sin embargo, en menos de un año ya estábamos de nuevo padeciendo inflaciones superiores al 20%, por cuenta del choque externo de la bonanza cafetera.

Un ajuste menos doloroso...

Entre la opinión pública existe un amplio consenso sobre la necesidad de reducir la inflación: sin embargo, poco es el énfasis que se le ha dado a los costos que ello podría acarrear si, por cuenta de una política monetaria ortodoxa, se lleva a la economía a una recesión: la situación resultante sería más grave si la política sigue siendo incapaz de quebrar la inercia inflacionaria.

Hay que definir claramente si, dadas las limitaciones fiscales y la situación política colombiana, la única opción que garantiza el mejor mundo posible hacia el futuro con

los menores costos factibles es el de la recesión.

I. POLITICA MONETARIA

A. Encajes

En el documento que publicó la Asobancaria sobre los efectos de la Resolución 17, no se incluyeron las compañías de leasing en la estimación de los encajes. Al realizar la estimación con cifras del PUC a marzo de 1996, la liberación de recursos aproximadamente estaría entre \$82 y \$149 mil millones. De los \$82 mil millones, el 26,4% corresponde a los bancos, el 12,8% a las compañías de financiamiento comercial, el 0,5% a las corporaciones financieras y el 60,4% a las CAV.

El impacto de esta liberación de recursos es mínimo, ya que no representan más del 1,1% de M1 y, además, en junio (en sólo 13 días) el Banco de la República realizó operaciones *Repo* por un monto de \$564 mil millones.

De acuerdo con la estimación de la Asobancaria, la modificación de la estructura de encajes permitió que el encaje promedio del sistema financiero con bonos (incluyendo las compañías de leasing) disminuyera de 10,53% a 10,15% el primero de julio.

B. Agregados Monetarios

La brecha que hasta finales de 1995 existía entre las tasas de crecimiento anual de M1 y de los cuasidineros, se ha ido estrechando de tal forma que al promediar junio de 1996, ambos agregados presentaron variaciones anuales cercanas al 16%.

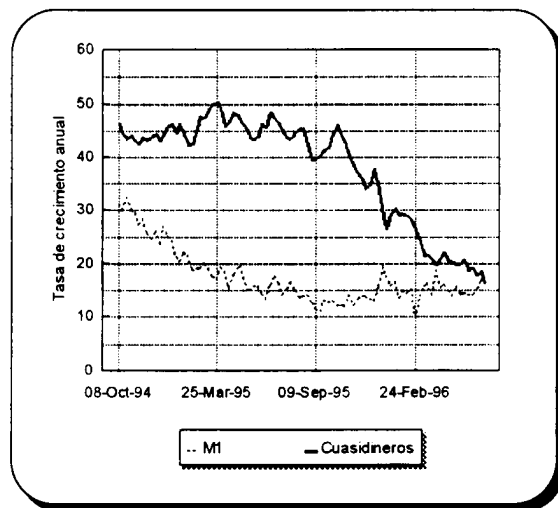
La desaceleración en el crecimiento de los cuasidineros, es producto de los aumentos en los encajes sobre CDT.

En la semana que terminó el 21 de junio, el saldo de las OMA continuó descendiendo, y alcanzó un nivel de \$314 mil millones, un 64,5% menos que el saldo observado hace un año.

Durante esa semana la base monetaria se redujo en \$120 mil millones, como producto del vencimiento de operaciones *Repo* por un monto de \$97 mil millones y de la disminución del crédito neto a tesorería por \$45 mil millones; en esa semana la tasa interbancaria como promedio semanal presentó un valor de 32,57% E.A.

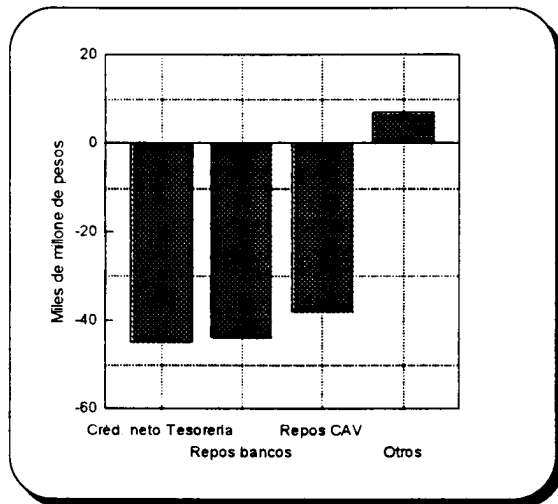
Gráfico 2

M1 y cuasidineros. Tasas de crecimiento anual.



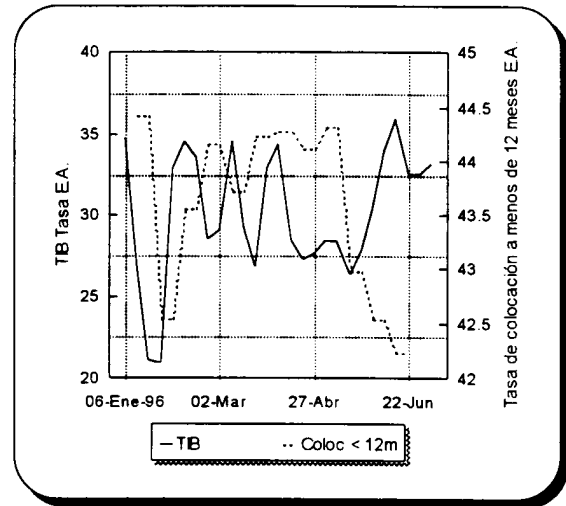
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 3
Base monetaria. Principales operaciones que explican su variación semanal.



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
Tasa interbancaria y tasas de colocación del sistema financiero*.



Fuente: Banco de la República y Asobancaria (Publicación quincenal de las tasas de interés de las entidades financieras).

B. Tasas de interés

Durante la semana que terminó el 5 de julio el promedio semanal de la tasa interbancaria, presentó un nivel de 33,25% E.A., superior en 0,69 puntos al observado en la última semana de junio.

En esa semana, el promedio de la tasa de CDT de tesorería a 90 días fue de 32,5% E.A.; valor que se mantiene en los niveles observados durante las últimas semanas.

Durante el periodo bisemanal comprendido entre el 11 y el 21 de junio, el promedio de las tasas de colocación de menos de 12 meses para los bancos, fue de 42,23% E.A., el cual se mantenía en la tendencia descendente observada desde principios de mayo; esto contrasta con el aumento que se presentó en la tasa interbancaria.

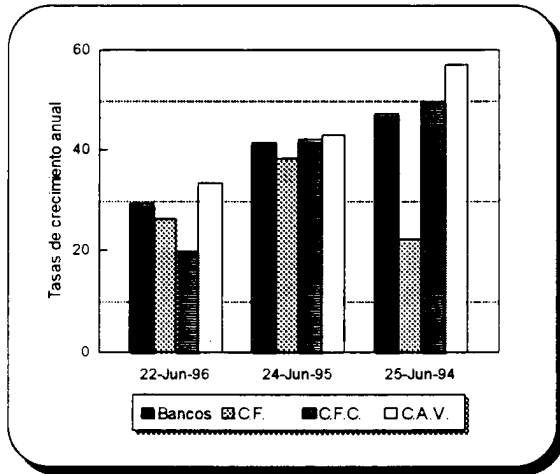
C. Cartera de créditos

Según cifras del Banco de la República, el 22 de junio la cartera del sistema financiero presentó una variación anual de 29,4%, que permanece dentro de la tendencia descendente observada en los últimos meses.

Al igual que en años anteriores, la cartera de las CAV mantiene la tasa de crecimiento anual más elevada de las entidades del sistema financiero (33,5%).

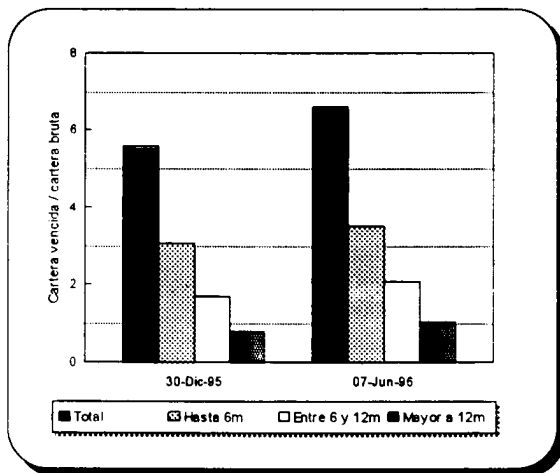
En comparación con las variaciones anuales observadas por esta época en los años anteriores, la cartera de las compañías de financiamiento comercial ha decaído más rápidamente que la de los otros establecimientos de crédito.

Gráfico 5
Cartera total por tipo de entidad. Tasas de crecimiento anual.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

Gráfico 6
Calidad de la cartera del sistema financiero, según plazos de vencimiento.



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria

Al desagregar el indicador de calidad de la cartera para el 7 de junio, se observa que el deterioro durante 1996 se ha distribuido en forma muy similar, entre los diferentes plazos de la cartera, con respecto al registro de diciembre de 1995. La mayor parte de la cartera vencida está por debajo

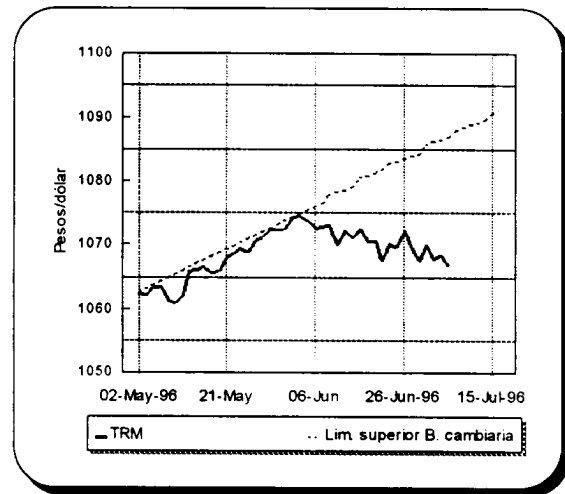
de los seis meses y sólo una pequeña parte se encuentra por encima de los 12 meses

II. MERCADO CAMBIARIO

Al terminar la primera semana de julio, la tasa representativa del mercado, mantenía la tendencia descendente de los últimos días, al cerrar en \$1067,35.

La desaceleración en el crecimiento del precio de la divisa está asociada con un menor dinamismo de la demanda en el mercado cambiario; mientras que la oferta de dólares se ha sostenido en niveles altos, gracias a la entrada de recursos proveniente de los sectores petrolero, carbonífero y cafetero.

Gráfico 7
Tasa de cambio promedio del mercado de divisas y límite superior de la banda cambiaria.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

La TRM que al finalizar junio cerró a \$15 del límite superior de la banda cambiaria, el viernes 5 de julio estuvo \$20 por debajo de la misma. La devaluación en lo corrido del año está en 8,1%, y la devaluación anual en 19,7%.

III. PRECIOS

La inflación básica observada en junio (1,4%), es equivalente a una inflación básica anual de 22,85% y a una variación acumulada del IPC básico de 15,2% durante 1996: de acuerdo con estos resultados. aún no se vislumbra el efecto de la fuerte restricción monetaria que se ha vivido en los dos años.