



El Banco de la República y el control de la inflación:

PRUDENCIA POR FAVOR!!!

Por cuarta vez en el año, y por décima ocasión consecutiva¹, la Junta Directiva del Banco de la República aumentará sus tasas de interés de intervención el próximo lunes 30 de abril, fijando la tasa base para las subastas de expansión en un nivel cercano a 8,5%.

Con toda seguridad la Junta dirá que el mayor crecimiento de la demanda interna, las buenas perspectivas acerca del comportamiento económico de mediano plazo y la evolución reciente de los indicadores de inflación básica, aconsejan continuar con el proceso pausado de normalización del impulso monetario para cumplir con el rango meta de inflación para este año que fue fijado entre 3,5% y 4,5%.

También es bastante probable que la junta reafirme su intención de seguir interviniendo en el mercado cambiario con el propósito de neutralizar las presiones a la apreciación que viene experimentando nuestra moneda frente al dólar. Naturalmente informará que dicha acción se llevará a cabo sin poner en riesgo la meta de inflación gracias a la coordinación entre el Gobierno y el Banco de la República.

Sin lugar a dudas, es preocupante el hecho de que la inflación anual para el mes de marzo se haya ubicado en 5,78%, desbordando en 1,78 puntos porcentuales la meta puntual que definió la junta para 2007.

¹ Los aumentos que hasta el momento se han producido ocurrieron en 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%; el 23 de febrero de 7.75% a 8.0%; 23 de marzo de 8,0% a 8,25%.

En esta edición de La Semana Económica, se evaluará el accionar del Banco de la República en el contexto de la política de inflación objetivo y se tratará de responder las preguntas que todos los analistas se están haciendo: ¿Qué está pasando con el canal de transmisión entre las tasas de intervención del Banco y las tasas de interés del mercado?

¿Si los análisis indican que la transmisión de los aumentos de las tasas de intervención a las tasas de interés del mercado se da en un lapso de tiempo relativamente amplio, no sería mas prudente aguardar a que esa transmisión se dé y no continuar con los aumentos, corriendo el riesgo de afectar de una manera muy importante el crecimiento de la economía?

El Banco de la República y su mandato constitucional

De acuerdo con las últimas cifras reportadas por el DANE, el aumento en el Índice de Precios al Consumidor alcanzó 1,25% en el mes de marzo de este año. Debido a este resultado, la inflación año corrido se ubicó en 3,18%, 1,27 puntos porcentuales por encima de lo que se había registrado en el mismo periodo del año pasado y con estos aumentos, la inflación anual ya llega al 5,78%, desbordando en 1,78 puntos porcentuales la meta puntual que anunció la junta para 2007.

Por otro lado, las más recientes cifras semanales del Banco de la República, correspondientes al 6 de abril de 2007, muestran que el agregado monetario M1 (efectivo + depósitos en cuenta corriente) registra un saldo acumulado de \$35,6 billones y un crecimiento anual de 16,1%. Por su parte, la evolución del agregado monetario ampliado (M3 + bonos), muestra que en lo corrido de 2007 este indicador ha tenido un crecimiento anual de 21,6%, cifra superior en 6,1 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior y que desborda en cerca de 10% el ritmo de expansión del PIB nominal.

Con respecto a estos indicadores, no es claro si las intervenciones del Banco de la República durante este año en el mercado cambiario han sido neutrales y si han influido sobre el comportamiento de los precios. Particularmente no podemos asegurar este hecho debido a que el acuerdo de coordinación entre el Banco y el Gobierno para esterilizar los recursos inyectados por el emisor continúa en proceso de diseño. Lo cierto es que en lo corrido de 2007 las compras netas del Banco de la República ya superaron los US\$3.800 millones que valoradas en pesos equivalen a cerca de \$8 billones.

Por ahora es muy poco probable que el emisor abandone su política de intervenciones en el mercado cambiario a pesar de que existe un fuerte debate en torno a su eficacia y como ya se dijo, lo importante es considerar el efecto que este accionar puede tener sobre los agregados monetarios y a la larga sobre la inflación.

¿Ya se cerró la brecha del producto?

En sus últimos comunicados de prensa el Banco de la República ha resaltado el fuerte dinamismo que registra la actividad económica real.

Por el lado de la demanda, ha destacado el incremento de la inversión y del consumo privado, así como del buen ritmo que sigue mostrando la demanda mundial. Adicionalmente la junta ha mencionado que el comportamiento de algunos indicadores adelantados, como el índice de producción manufacturera y las ventas del comercio al por menor, siguen siendo señales inequívocas de que la actividad económica continúa experimentando un ritmo de crecimiento acelerado.

Bajo estas condiciones, y con el propósito de atenuar el impulso que experimenta la demanda interna, que se ha reflejado en los importantes aumentos en la cartera de crédito de todo tipo, y con el deseo de encauzar el crecimiento económico en una senda “sostenible”, el Banco de la República ha incrementado sus tasas de interés, buscando que esos aumentos se reflejen en las tasas de mercado, y atenúen la acelerada dinámica de la demanda interna.

De esa forma, la junta ha aumentado la tasa base para las subastas de expansión de 6% en el mes de abril de 2006 a 8,25% en el mes de marzo pasado, lo que significa un incremento de 2,25% durante ese lapso de tiempo y si el próximo lunes las vuelve a subir ese aumento bordeará el 2,5%.

Con respecto a esta última decisión debe ser claro que, como en distintas ocasiones lo ha dicho el Banco de la República, existe un lapso de tiempo prolongado entre los cambios en las tasas de intervención y su transmisión a las tasas de mercado. Por tal motivo, nos preguntamos si no sería más prudente aguardar a que esa transmisión se dé y no continuar con los aumentos, corriendo el riesgo de afectar de una manera muy importante el crecimiento de la economía.

El canal de transmisión de la política monetaria: ¿Dejó de operar? ¿Qué está ocurriendo con las tasas de interés del mercado?

Como es bien sabido, los efectos de las intervenciones del Banco de la República sobre las tasas de interés pasivas de las entidades se transmiten con un cierto rezago. A su vez, la respuesta de las tasas de interés de los créditos debe entenderse como un asunto complejo que depende de múltiples factores como la mezcla de pasivos de las entidades financieras, el estado de liquidez de la economía, la demanda de crédito, el nivel de capitalización de las entidades financieras y la competencia bancaria.

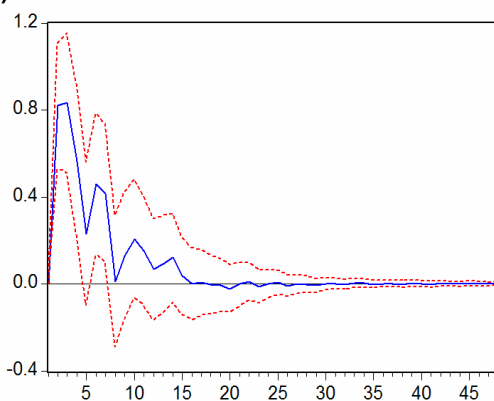
En el gráfico 1 se presenta la evolución durante los últimos cinco años de las tasas de interés interbancaria y DTF mensuales, junto con una serie de la tasa de intervención del Banco de la República. Se observa que el comportamiento de estas tasas acompaña los movimientos en las tasas de intervención, lo que mostraría que los efectos de la política monetaria si se transmiten, al menos en el largo plazo, sobre las tasas pasivas.

A marzo de 2007 la variación anual de las tasas de interés de los créditos evidencia que las que más han respondido a la política monetaria han sido las de microcrédito y las empresariales, especialmente las de tesorería y preferenciales,

importante ante choques en las tasas de intervención. Para la tasa de colocación total² el efecto de corto plazo de un choque de un punto básico, incrementa su nivel en 0,8 puntos básicos al cabo de pocos meses. (gráfico 2)

Gráfico 2

Respuesta de la tasa de colocación total a un choque de una unidad en la tasa OMAS (impulso respuesta)



Fuente: Cálculos Asobancaria basados en un modelo VAR.

Resultados similares se obtuvieron cuando se aplicó este mismo ejercicio a las tasas de interés por tipo de crédito. Para las tasas de interés de los créditos preferenciales y de tesorería el efecto de corto plazo de choques de una unidad genera las mayores respuestas, ya que produce incrementos en estas tasas de 1,01 y 1,19 puntos básicos, respectivamente. Para los créditos de consumo y ordinarios, el efecto de un choque de una unidad a la tasa de intervención produce en el corto plazo un incremento gradual, ya que en este caso los efectos de la política se dan con un rezago. Para las tasas de consumo, el efecto del choque equivale a 0,7 puntos básicos y tarda cuatro meses en desvanecerse, mientras que para las tasas del crédito ordinario el incremento es de 0,8 puntos y tarda cinco meses en comenzar a desaparecer.

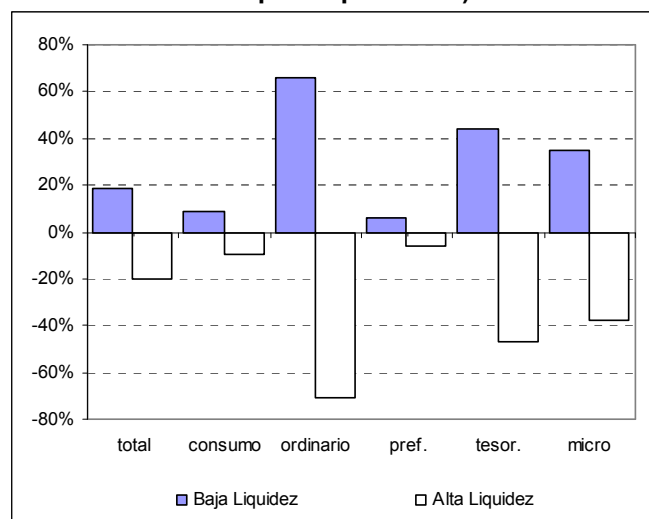
En el largo plazo, el aumento de las tasas preferenciales y de tesorería ante estos choques

² Incluye créditos de: Consumo, Ordinario, Preferencial y Tesorería.

también es importante, aunque el de las tasas de consumo y crédito ordinario es un poco más significativo.

Gráfico 3

Respuesta de largo plazo de la tasa de colocación total a un incremento de una unidad en la tasa OMA de acuerdo a la liquidez de cada intermediario (diferencias porcentuales con respecto a respuesta del intermediario con liquidez promedio)



Fuente: Cálculos Asobancaria basados en un modelo de panel. Nota: Se mide el impacto a cabo de 18 meses.

La evidencia de los ejercicios con datos microeconómicos es igualmente sugestiva³ (gráfico 3). Los resultados son consistentes con el ejercicio anterior, y muestran cómo en el largo plazo las fluctuaciones en las tasas de intervención afectan de manera significativa las tasas de los créditos. En los ejercicios microeconómicos se exploró si la diferencia en la respuesta de las tasas de interés depende de la liquidez de los intermediarios. Se encontró evidencia estadística sugiriendo que en efecto el impacto sobre las tasas activas depende del nivel de liquidez de los intermediarios. La respuesta en la tasa promedio del crédito en un banco con alta liquidez es 20% mas baja que la de un intermediario con liquidez

³ Se estimó un panel con información a nivel de intermediario. En el panel se controla por efectos macro y efectos a nivel de banco relevantes para la determinación de las tasas de interés.

promedio, y la de uno con baja liquidez es 19% más alta que la de uno con liquidez promedio⁴. Similares resultados se encuentran para otras tasas aunque con diferentes magnitudes.

Algunas hipótesis adicionales

La respuesta de las tasas de interés de los créditos es, como ya lo dijimos, un asunto complejo que depende de múltiples factores.

Por ejemplo, la mezcla de pasivos de la banca hoy es muy favorable a las cuentas corrientes y a las cuentas de ahorro, lo que se ha traducido en una reducción del costo de fondeo de los bancos y ha permitido sostener en niveles bajos las tasas de interés de los créditos, especialmente los de mediano y largo plazo. En otras palabras, el mayor costo que pueden estar soportando los CDT's no se ha transmitido plenamente a la estructura de costos financieros de las entidades, en parte, por el menor peso que tienen hoy en el pasivo bancario ante la preferencia del público por mantener depósitos a la vista por motivos transaccionales.

Tampoco hay que perder de vista que la banca ha venido liquidando inversiones, con lo que ha podido atender la mayor demanda de crédito sin encarecer sustancialmente su estructura de fondeo. A diferencia de lo que ocurría en la crisis de finales de los noventa, hoy las inversiones se contraen a una tasa anual del 23,73%, mientras que la cartera crece un 26,86% real. En la medida en que los establecimientos de crédito puedan seguir haciendo esto, será menor la presión por depósitos a plazo y su consecuente encarecimiento (tabla 2).

Adicionalmente es un hecho que las fusiones y adquisiciones han producido un impacto muy importante sobre el mercado financiero colombiano. Además de la competencia por los clientes tradicionales, se viene presentando un interesante fenómeno de competencia por seg-

mentos de ingresos medios y bajos de la población, con actores no bancarios como algunos establecimientos comerciales que tienen cartera de consumo y tarjetas de crédito con marca propia.

Tabla 2

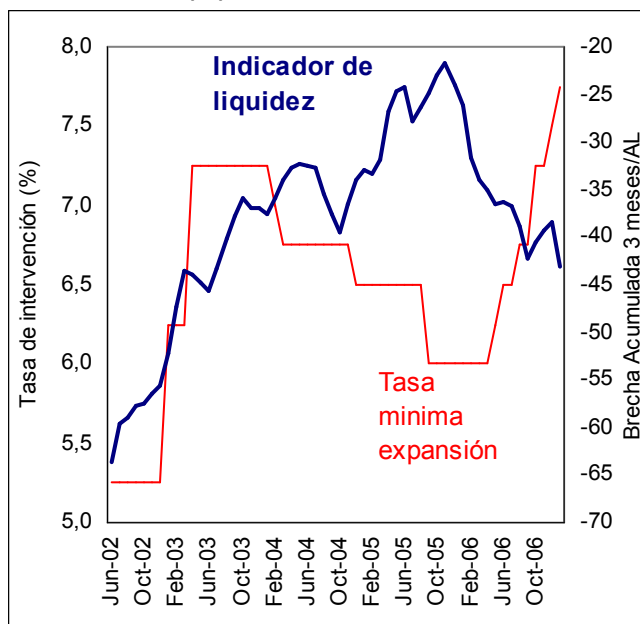
Variación anual del crédito y las inversiones (billos de \$ y %)

Fecha	Var. Absoluta \$		Var. Relativa (%)	
	Inver.	Cartera	Inver.	Cartera
feb-98	1,57	10,78	4,35%	8,74%
feb-99	1,47	2,36	1,93%	-9,14%
feb-00	2,41	-5,21	14,27%	-17,52%
feb-01	5,20	-1,84	31,82%	-11,16%
feb-02	5,31	-0,54	22,26%	-7,44%
feb-03	2,75	3,35	4,51%	0,41%
feb-04	4,97	5,89	12,42%	5,90%
feb-05	6,40	7,84	14,96%	9,13%
feb-06	7,92	12,31	16,60%	15,45%
feb-07	-8,84	24,46	-23,73%	26,86%

Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria

Gráfico 4

Brecha de liquidez acumulada 3 meses/activos líquidos (promedio móvil 3) y tasa de interés de política monetaria (%)



Fuente: Superintendencia Financiera y Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

⁴ Para la medición de liquidez se utiliza el gap de liquidez construido por la Superintendencia Financiera. Para efectos de la discusión se considera un banco con alta liquidez el que se encuentre en el 90% de la distribución del indicador entre los intermediarios y uno de baja el que se encuentre en el 10% de la distribución.

Todos los anteriores factores han estado acompañados por una abundancia de liquidez sin precedentes que ha retrasado el proceso de transmisión de las tasas del Banco a las de mercado. En el gráfico 4 se puede apreciar la evolución de la liquidez de los bancos, junto con la tasa de interés de la política monetaria.

Estos hechos han actuado como una fuerza moderadora del impacto que puede tener la política monetaria sobre las tasas de interés de los créditos del sistema financiero. De ahí la importancia de tenerlas en cuenta a la hora de hacer conjeturas sobre el curso futuro del costo del crédito y de la efectividad de la política monetaria.

¿Cuál sería la respuesta de la demanda interna a la política monetaria?

Con respecto a la sensibilidad de los consumidores a la tasa de interés conviene citar un resultado obtenido en un trabajo del Banco de la República en donde se evidencia la escasa reacción del crédito de consumo a la tasa de interés: "Los resultados son totalmente diferentes cuando se usa la tasa de consumo en las regresiones. La tasa de interés no es significativa para explicar los cambios en la tasa de crecimiento de dichos créditos⁵".

Adicionalmente, un estudio reciente de Fedesarrollo que analiza la estructura de financiación de las firmas en Colombia demuestra que durante los últimos años las empresas han tendido a apalancarse en menor medida con créditos domésticos, utilizando de manera más intensiva otros mecanismos de financiación.

Si los resultados de esos dos estudios son ciertos, el Banco enfrenta una disyuntiva aún mayor. La realidad de la economía colombiana indica que parece estar dándose un efecto riqueza (acorde con el aumento que están experimentando los precios de los activos) y una mayor percepción de ingreso disponible que hacen que ni el

consumo ni la demanda por crédito de las empresas respondan, al menos en el corto plazo, a aumentos en las tasas de interés del mercado.

Teniendo en cuenta que el incremento en la tasas de intervención comenzó en un momento de alta liquidez en el sistema financiero, existe la posibilidad de que la Junta Directiva del Banco continúe aumentando sus tasas de interés si no percibe una reacción inmediata sobre el crédito de consumo y sobre la inversión.

Este hecho podría producir en el mediano plazo un efecto sobre la demanda doméstica mayor al deseado, afectando la posibilidad del país para seguir creciendo en el mediano y largo plazo a tasas altas y sostenidas.

Conclusiones

Los resultados de los estudios que se han presentado en esta edición de La Semana Económica confirman el hecho de que existe un rezago relativamente amplio entre los cambios en las tasas de intervención y sus efectos sobre las tasas de interés del mercado. Este rezago puede ser variable en la medida en que el sistema goce de diferentes niveles de liquidez.

Para el cuarto trimestre de 2006, las cifras mostraron que la economía como un todo había crecido 6,80%, resultado sin precedentes en nuestra historia económica reciente y que estuvo acompañado por un incremento en el consumo de los hogares de 6,71% y de una formación bruta de capital que creció 26,89%. Si la Junta Directiva del Banco no actúa con prudencia y continúa aumentando sus tasas de interés, existe la posibilidad de que se aleje nuestra aspiración de seguir creciendo a tasas altas y de manera sostenida.

En este sentido, y teniendo en cuenta no solo la duración promedio del mecanismo de transmisión sino también el alto nivel de liquidez en que se tomó la decisión de comenzar a subir tasas ¿no sería más prudente aguardar a que esa transmisión se dé y no continuar con los aumentos en las tasas de intervención del Banco, corriendo el riesgo de afectar de una manera muy importante el crecimiento de la economía?

⁵ Gómez-González. José y Fernando Grosz (2006). Evidence of Bank Lending Channel for Argentina and Colombia. *Borradores de Economía* No. 396, Junio de 2006. Banco de la República.