

La Reactivación de la economía CAMBIOS NECESARIOS,... ¿CAMBIOS SUFICIENTES?

Uno de los puntos centrales de la propuesta del gobierno para reactivar el ritmo de la actividad económica es el de hacer que "el sector exportador se convierta en el motor del crecimiento económico, remplazando en este papel a la expansión de la demanda doméstica". En el corto plazo, esa propuesta se viabilizaría a través de un mayor ritmo de devaluación.

La Asobancaria comparte totalmente la preocupación por reactivar la actividad económica, y considera que es urgente la adopción de medidas en ese sentido, si no se quiere exponer al país a una recesión de la que sería lento y difícil regresar. Es de vital importancia evitar una profundización de la crisis económica y, especialmente, un mayor deterioro de las condiciones sociales; esto, muy probablemente, agudizaría la guerra.

Sin embargo, las características y el estado actual de las interrelaciones entre las diversas variables, políticas e instituciones económicas constituyen un escenario bien complejo, que sólo puede recomponerse mediante una propuesta comprensiva y que cuente con el diálogo y el concurso de todas las partes.

En opinión de la Asobancaria, medidas puntuales como la de reactivar el sector exportador a través del manejo de la tasa de cambio terminan siendo absorbidas dentro del particular engranaje de la situación económica actual, sin que se logre el efecto deseado. La reactivación de la actividad económica requiere de una modificación global del entorno

económico y del actual balance entre los actores.

Escena uno: desde agosto de 1995

El alto nivel de las tasas de interés registradas desde 1994 ha estado estrechamente relacionado con la evolución de la demanda agregada (gasto público y privado) y la responsabilidad de la Junta Directiva del Banco de la República en materia del control de la inflación.

Sin embargo, desde agosto de 1995, los avatares de la situación política introdujeron un nuevo elemento en esa dinámica: La Junta Directiva del Banco de la República se vio forzada a defender el sistema de banda cambiaria ante los ataques especulativos contra el peso.

En esta nueva circunstancia, la estrategia del Banco se concentró en la venta de dólares y el establecimiento de una rentabilidad mínima en el mercado de pesos, para atraer recursos desde el mercado en dólares, y reducir la presión sobre el límite superior de la banda cambiaria.

Así, el efecto del bajo dinamismo de los principales agregados monetarios sobre las tasas de interés, se vio reforzado por una acción directa sobre las mismas.

Esta estrategia resultó exitosa para el Banco, dado su objetivo de detener la devaluación nominal, porque el origen de la mayor demanda de recursos estaba asociado, fundamentalmente, con factores especulativos. El efecto de las transacciones en el mercado interbancario en dólares sobre la tasa representativa del mercado podía ser amortiguado, en el corto plazo, con las reservas del Banco. Sin embargo, esa situación se haría insostenible en el largo plazo.

Escena dos: a partir de mayo de 1996

Desde mayo de 1996 el Banco no ha tenido que intervenir en el mercado cambiario mediante la compra de dólares (aunque mantiene la rentabilidad piso del mercado en pesos), y desde principios de junio la tasa representativa del mercado empezó a alejarse del límite superior: a finales de mayo la devaluación anual fue del 22,45% y al finalizar la tercera semana de agosto era del 6,8%.

Ese comportamiento resulta de la entrada de recursos provenientes de la contratación de crédito externo público. De acuerdo con la programación de desembolsos del sector consolidado, en esos meses entraron al país US\$866 millones y se espera, en los próximos cinco meses ingresen al país alrededor de US\$1.108 millones, por el mismo concepto. En este escenario, el Banco no tiene ninguna razón para intervenir en el mercado, dado que la tasa de cambio se mueve dentro de los parámetros establecido por la misma Junta.

En este estado de cosas, resulta bien extraño que el gobierno le solicite al Banco que vaya en contra de sus propios objetivos, más aún, dado el gran esfuerzo que acaba de hacer por defender su esquema de bandas. Es más, aún contando con la voluntad del Banco, ese ejercicio seguramente resultaría infructuoso.

La reactivación de la entrada de divisas al país, dependiendo de su volumen y su permanencia, puede modificar en forma importante la dinámica entre la intervención del Banco y el nivel de la tasa de cambio. Si la entrada de divisas es significativa y se mantiene en el mediano plazo, se creará una situación concreta de alta oferta de divisas, fundamentada en

unas sólidas expectativas de revaluación, ante la cual la intervención del Banco (mediante la compra de dólares) podría ser demasiado débil e insostenible en el largo plazo.

Sin devaluación,... ¿adiós a las exportaciones?

De todas maneras, aún en el caso de que el Banco pudiera inducir un incremento en la devaluación nominal, ésta no garantizaría *per se* un beneficio a los exportadores; aunque durante el primer semestre de 1996 se observó una tendencia devaluacionista de la tasa de cambio nominal, la tasa de cambio real presentó una apreciación.

Las autoridades económicas y los empresarios saben que los aumentos en la competitividad de las exportaciones no se originan solamente en una mayor devaluación, sino que se debe sumar la existencia de otros factores, como son la operatividad de acuerdos comerciales que amplíen los mercados a las exportaciones en condiciones equitativas para el país y el desarrollo de una infraestructura física, que no genere sobre costos a la realización de proyectos productivos.

De nada le serviría a los exportadores tener una tasa de cambio competitiva, si no existen acuerdos comerciales que permitan un acceso preferencial a otros mercados; mientras nuestro gobierno solicita al Banco de la República mayor devaluación, países como Venezuela, Chile o Bolivia buscan con afán el logro de acuerdos comerciales con Mercosur o con la Comunidad Económica Europea.

Pero si el objetivo es basar la reactivación de la economía en una tasa de cambio más competitiva, sería imprescindible un replanteamiento de la actual programación

macroeconómica que logrará modificar las actuales expectativas de revaluación en el mediano plazo.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 10 de agosto, la tasa de crecimiento anual de M1 fue de 11,8%; completó 5 semanas por debajo del 14%.

En la misma semana, la base monetaria registró una tasa de crecimiento anual de 6,6%, completando 13 semanas con variaciones anuales inferiores al 10%.

En los últimos tres meses la tasa de crecimiento anual de M3 ha oscilado alrededor del 16%. En la segunda semana de agosto la tasa presentó un valor de 15,3%

Si se confirman los pésimos resultados de la variación en el índice de precios durante agosto, es posible que el Banco de la República mantenga su política de restringir el crecimiento de los agregados monetarios más de lo presupuestado.

Cuadro 1
Principales agregados monetarios
(tasas de crecimiento anual)

	Tasa de crecimiento anual %	
	10-Ago-96	Prom. 8 semanas anteriores
M1	11.82	13.80
M3	15.31	15.89
B. Monetaria	6.55	7.34
Cuasidineros	17.13	16.89

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

B. Tasas de interés

En la semana que terminó el 23 de agosto la tasa interbancaria presentó un promedio semanal de 27,41% E.A., superior en 1,47

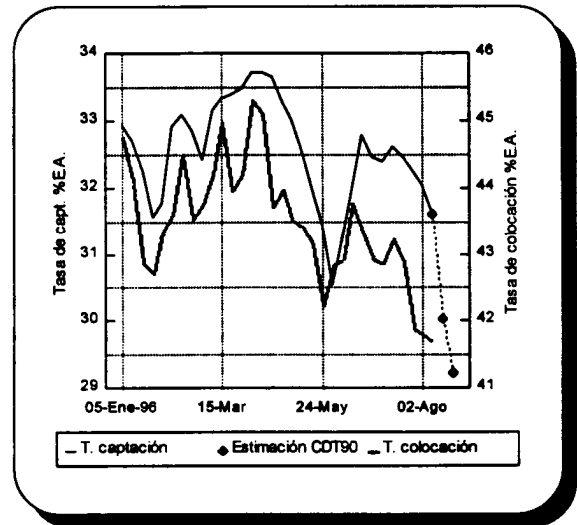
puntos al valor observado en la semana anterior.

La tasa de CDT de tesorería a 90 días registró un promedio de 29,23% E.A., 4,9 puntos por debajo del máximo valor observado durante 1996.

En la semana que terminó el 9 de agosto, la tasa de captación del sistema financiero fue de 31,6% E.A., y la tasa de colocación fue de 41,7% E.A.

Como lo indica la tendencia descendente de la tasa de CDT de tesorería a 90 días (gráfico 2), se puede esperar que entre el 9 y el 23 de agosto las tasas promedio de captación y de colocación del sistema financiero hayan disminuido aún más.

Gráfico 1
Tasas de captación y colocación del sistema financiero



Fuente: Superintendencia Bancaria

Cuadro 2

Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días

	Tasa Interbancaria		CDT a 90 días	
	% V.D.	% E.A.	% T.A.	% E.A.
20-ag-96	24.06	27.19	25.19	29.72
21-ag-96	24.18	27.35	24.91	29.33
22-ag-96	24.17	27.33	24.38	28.60
23-ag-96	24.52	27.77	24.85	29.25

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

C. Cartera de créditos

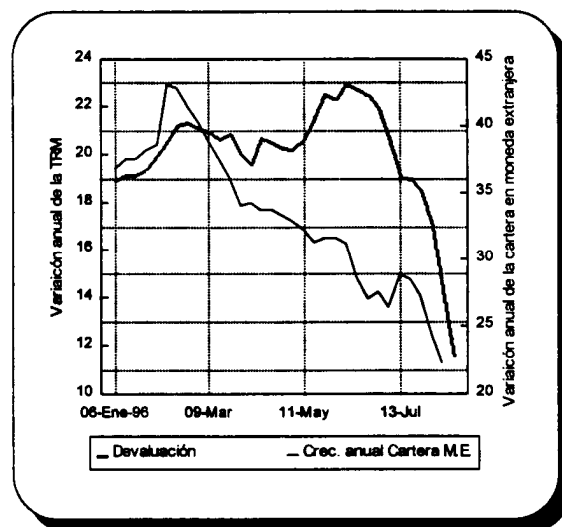
En la semana que terminó el 10 de agosto, la cartera total del sistema financiero registró una tasa de crecimiento anual de 28,1%; este registro fue el resultado de una caída en la tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera.

Mientras en esa semana la cartera en moneda legal presentó una variación anual de 29,4%, la cartera en moneda extranjera creció un 22,3% anual.

Las menores tasas de crecimiento de la cartera en moneda extranjera están asociadas a la tendencia revaluacionista de la tasa de cambio, que se presenta desde junio, y que se aceleró durante julio y agosto.

Gráfico 2

Devaluación de la TRM y tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera.

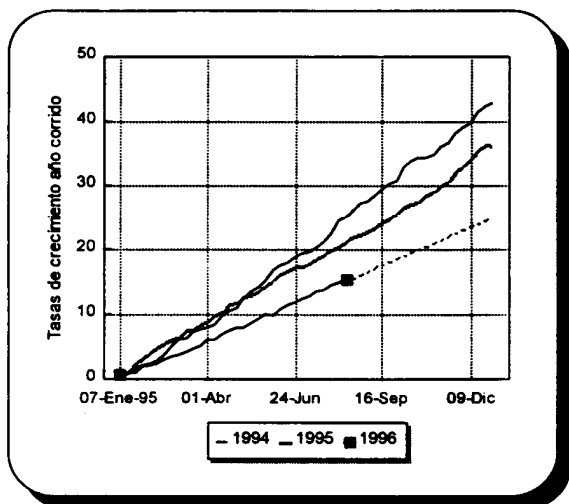


Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

En el gráfico 3 se observa que entre la semana que terminó el 13 de julio y la que terminó el 10 de agosto, la tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera descendió 6,6 puntos lo cual coincide con la aceleración del proceso revaluacionista: en ese mismo lapso de tiempo la devaluación anual de la TRM pasó de 19.13% a 11.54%.

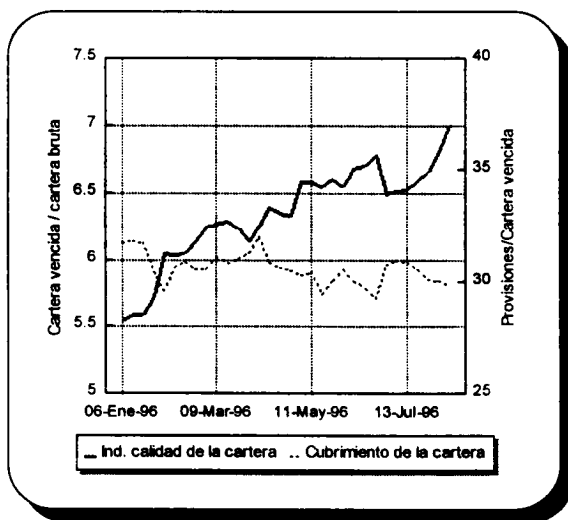
Aunque el ritmo de crecimiento de la cartera total mantiene una tendencia descendente, ésta no es tan fuerte en el caso de la cartera en moneda legal; si la cartera en moneda legal mantiene la tendencia observada, al finalizar el año su tasa de crecimiento anual deberá estar cercana al 25%.

Gráfico 3
Cartera en moneda legal tasas de crecimiento año corrido.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 4
Indicador de calidad de la cartera y cubrimiento de la cartera



Fuente: Superintendencia Bancaria.

En la semana que terminó el 9 de agosto el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero alcanzó un nivel del 7%. Debido al rezago que existe entre los niveles de las tasas de interés y la calidad de la cartera, sólo hasta dentro de algunas

semanas se podrá vislumbrar algún cambio en la tendencia de ese indicador (siempre y cuando, claro está, las tasas de interés continúen descendiendo o, por lo menos no aumenten en relación con los niveles actuales).

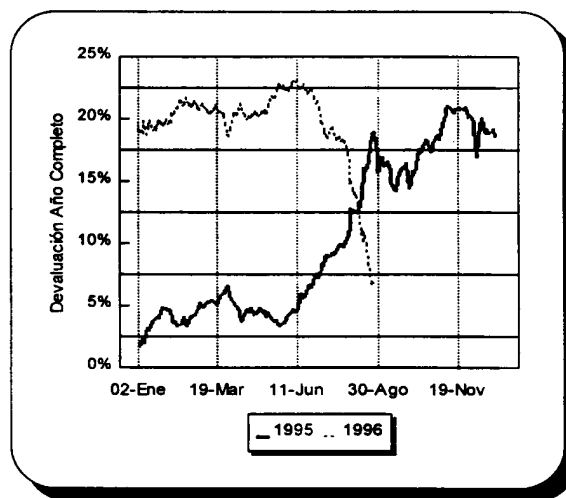
Aunque la cartera del sistema financiero mantiene un deterioro paulatino, la cobertura de la misma (provisiones de la cartera como porcentaje de la cartera vencida) se mantiene alrededor del 30%.

II. MERCADO CAMBIARIO

El viernes 23 de agosto la TRM cerro en \$1.037,10, \$10,8 menos que el nivel observado el viernes anterior. En las últimas dos semanas la tasa de cambio ha oscilado entre \$1.030 y \$1.040; a pesar de que no presenta una tendencia devaluacionista, todavía no supera el valor promedio de la banda cambiaria.

En esa fecha, la devaluación anual de la TRM fue de 6,8% y en lo corrido del año de 5,0%; la caída en el nivel de la devaluación anual se debe a que hace un año la tasa de cambio alcanzó el techo de la banda cambiaria.

Gráfico 5
TRM



Fuente: Superintendencia Bancaria