

Coyuntura Macroeconómica: EL COSTO DE LOS PARADIGMAS

La economía colombiana pasa por una coyuntura de tendencias recesivas, al tiempo que el comportamiento y el manejo de las variables macroeconómicas claves suscitan serias inquietudes. Todas estas dificultades podrían agravarse, si no se maneja bien el conjunto de la política económica.

Pero mucho de lo que se lee y se oye por estos días, y que pasa por análisis económico serio, exhibe altas dosis de destructividad y muy poca inteligencia. Con tal de lapidar a los adversarios, vale cualquier *dictum*, cualquier afirmación falaz que ponga la verdad patas arriba, o la oscurezca. Cualquier maltrato a la estadística, vale. Es como si estuviésemos presenciando una cruzada contra el entendimiento.

¿Más de lo mismo?

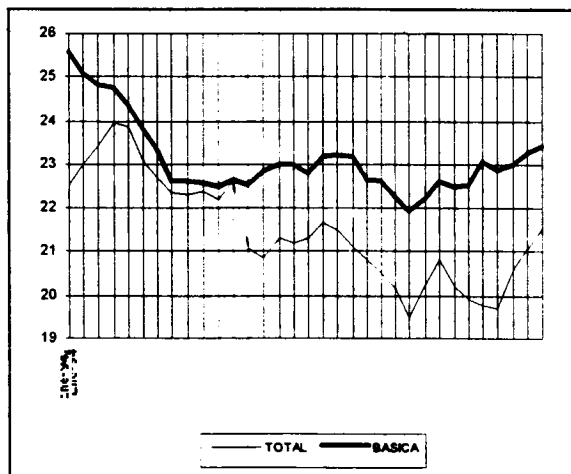
Es imperativo reconocer que el manejo monetario de los últimos dos años y medio ha sido un fracaso frente a la terquedad de la inflación colombiana. Ya es claro que las autoridades monetarias se han quedado con el pecado y sin el género: Han transado la causación de innegables tendencias recesivas, por una inflación inamovible.

Para no entrar ahora en la discusión sobre tarifas y precios manejados o controlados por el gobierno, o sobre el asunto de los precios relativos y sus ajustes, repitamos que la *inflación básica*, que es la que debiera responder a una política monetaria clásica de restricciones a la demanda, se mantiene alrededor del 22,5% con tendencia al alza (gráfico 1).

Sinceramente, ya no podemos recibir con alivio el argumento consistente en que el año entrante, por fin, va a terminar el largo rezago de las medidas de política monetaria y que 1997 será un gran año en términos del quiebre de la inflación. Para que fuese eficaz en la mente de la "ciudadanía informada", tal argumento debiera sustentarse en algo más que ilusiones. La verdad dura es que el costo macroeconómico de la política monetaria ha sido muy alto y que continuará en ascenso si se sigue aplicando más dosis de lo mismo.

Más graves que las dificultades reales son las fallas de comprensión sobre el perfil de lo que nos está ocurriendo. Por ello, hay que decir que los anteriores comentarios no nos colocan del lado de los "enemigos" de la Junta Directiva del Banco de la República, ni de los adversarios" de su autonomía constitucional. Respetamos la competencia técnica de la Junta y del Banco, nos gustaría que, en la práctica, los factores de su independencia fuesen más sólidos, y creemos que es posible un diálogo fluido y útil entre las autoridades monetarias y el público en general, sin que por ello se ceda un ápice en materia de independencia o en materia de seriedad, orden y disciplina monetarios. Una lectura diferente del carácter de nuestras críticas tendría, en verdad, un sospechoso olor a pasión doctrinaria o a politiquería monda y lironda.

Gráfico 1
Indicadores de inflación (1994-1996)



Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria.

Volvamos a la esperanza de un gran 1997 en el tema de la inflación, después de casi tres años de políticas restrictivas de la demanda: Si la Junta Directiva del Banco de la República tiene motivos fundados para dicha esperanza, ¿entonces por qué no se permite *ahora mismo* una ulterior reducción de las tasas de interés, teniendo en cuenta que las decisiones de hoy sólo tendrán un efecto sobre los precios de aquí a uno o dos años? ¿No se impediría así un sobreajuste adicional hacia abajo de la actividad económica el año entrante? ¿O es que el Banco cree que la presión inflacionaria va a continuar, a pesar del ya largo castigo inflingido a la economía real? ¿Cuáles son, pues, las bases teóricas del Banco, sobre las que se levanta su accionar rutinario? ¿Hasta dónde y hasta cuándo la guerra de atrición de la política monetaria contra el IPC colombiano?

Peligros de fin de año

Nos preocupa además, la coyuntura de fin de año. Claramente, es necesario evitar una situación de iliquidez en noviembre-

diciembre, y su efecto sobre el nivel general de las tasas de interés. Ello no haría sino complicar aún más las perspectivas de la política monetaria en 1997.

La reducción de encajes y la liquidación de OMAS no será suficiente para garantizar la liquidez necesaria durante las próximas nueve semanas y mantener "tranquilas" las tasas de interés. Los recursos monetarios adicionales puestos en el mercado por estos conceptos son de alrededor de un billón de pesos en lo que resta del año. Sin embargo, para que la oferta monetaria crezca en los próximos dos meses al 11% anual, que es el porcentaje registrado en agosto y septiembre, sería necesaria una expansión adicional de unos dos billones de pesos.

Nos sorprende, en consecuencia, la audacia de algunos analistas, cuando "explican" que las recientes decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República reflejan un "ablandamiento" de una Junta del Banco cuya composición es ahora más susceptible a la influencia del gobierno...! ¿Hubo decisiones votadas por mayoría recientemente? Sería bueno saberlo. ¿Tanta influencia tenía usted, María Mercedes? ¿Tanta tiene usted ahora, Antonio?

Para nosotros es evidente que las medidas tomadas, y las que estarían por venir próximamente, se encuentran estrictamente dentro de la programación monetaria del Banco para esta época del año. Y es evidente también que el Banco deberá ser muy activista en repos y en compras de divisas extranjeras en el mercado, sólo para evitar una *debacle* del mercado a la vista en noviembre y diciembre.

"..., en el lugar equivocado"

Y en relación con el papel del gobierno y del balance fiscal en este panorama, culpar al manejo fiscal de la administración Samper por el fracaso frente a la inflación deja también muchos cabos sueltos. Colombia sufre hoy una crisis fiscal de proporciones -los informes de la Comisión de Gasto Público constituyen una muy seria disección del problema- pero un escenario de recesión y de pérdida de empleo no es el mejor caldo de cultivo para la revolución fiscal que el país requiere. La Asobancaria clama contra el desperdicio clientelista y el uso desordenado de los recursos fiscales. Pero no cree, con base en las cifras oficiales, que el fracaso antiinflacionario se explique por un manejo irresponsable de los principales parámetros de la política de gasto público. Tampoco allí reside la explicación de la actual situación del tesoro público.

Buena parte de la expansión del déficit fiscal de 1996 se debe a la caída de los ingresos tributarios suscitada por la desaceleración económica a que ha dado lugar la política monetaria, y no por un aumento del gasto público superior al establecido en la programación macroeconómica.

En ese sentido, estamos de acuerdo con Javier Fernández Riva en el comentario de su Prospectiva Semanal: insistir en un mayor recorte de gasto público en las actuales circunstancias equivale a negar que el debilitamiento de la economía hace más difícil *per se* lograr un menor déficit fiscal. Al contrario: El recaudo tributario se resiente con la recesión. No creemos que el problema de la inflación colombiana sea tan, pero tan grave, como para aceptar que, en aras de la elusiva meta del IPC,

haya que apretar más en lo fiscal precisamente cuando la base tributaria efectiva se encoge, para viajar más rápido sobre la curva descendente de la demanda y del empleo.

Claro que compartimos también las preocupaciones del Banco por la situación fiscal. Aquí no estamos proponiendo hacer fiestas con la política macroeconómica, al tiempo que estamos seguros de que el manejo monetario no es un simple dispositivo "contra Samper". Pero seamos francos: algunos filósofos de la vida cotidiana no pierden oportunidad de darle duro al gobierno culpándolo de todos los males de la coyuntura económica. La precaria o nula gobernabilidad profundiza y acelera el ciclo recesivo. Pero el trasfondo de la política monetaria es fundamental para analizar el actual estado de cosas.

Así pues, la política económica de corto plazo exige un replanteamiento a fondo. La ciudadanía merece y está obligada a estimular- un análisis juicioso del beneficio neto de persistir en los paradigmas de política económica. Y en esto el gobierno -y crucialmente el Presidente Samper- tiene en sus manos por lo menos la mitad de la tarea.

La persistencia de este paradigma frente a un proceso de revaluación es altamente preocupante.

Una combinación de la revaluación, de la que tampoco se puede culpar al gobierno, y de la iliquidez transitoria de fin de año complicaría seriamente el manejo macroeconómico del año siguiente: un mayor diferencial de tasas de interés a favor de las tasas internas aumentaría el ingreso de capitales de corto plazo a través de un aumento del endeudamiento externo privado y/o la entrada de capitales

de corto plazo, fortaleciendo las expectativas de revaluación.

Un escenario macroeconómico de estas características generaría un círculo perverso similar al vivido a comienzos de la presente década, caracterizado por una acumulación indeseada de reservas internacionales, contracción monetaria vía OMAS, encajes marginales del 100%, y altas tasas de interés que alentarían un mayor ingreso de capitales, iniciando nuevamente el círculo.

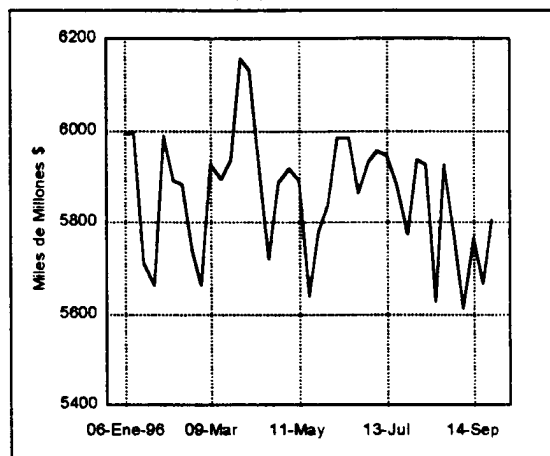
A pesar de que esa situación no es inminente, consideramos que es necesario tomar desde ya los correctivos adecuados para alejar ese fantasma del panorama económico nacional.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que término el 28 de septiembre, la base monetaria tuvo una expansión de \$140 mil millones que se explica, principalmente, por el incremento en el crédito neto a la Tesorería. De otra parte, se registró un incremento de \$84 mil millones en pasivos con el sector privado (Gráfico 2)

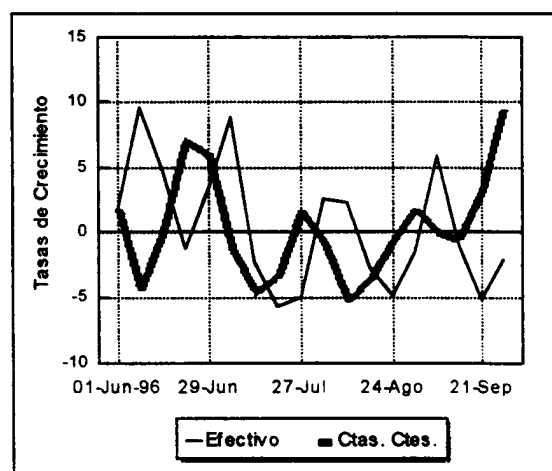
Gráfico 2
Base Monetaria - Saldo Diario 1996



Fuente: Banco de la República

En los últimos meses, los crecimientos de cada uno de los componentes de M1 (efectivo y depósitos en cuenta corriente) han guardado una relación inversa. Sin embargo, en las últimas dos semanas, esos crecimientos presentan una tendencia ascendente simultánea, que explica el crecimiento de 4% que presentó el M1 en la última semana (Gráfico 3).

Gráfico 3
Tasa de Crecimiento Quincenal de los Componentes de M1



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

B. Tasas de Interés

Durante la semana del 7 al 11 de octubre la tasa interbancaria presentó un registro de 30,83% E.A.; este valor se encuentra alrededor de 4 puntos por encima del registro de la semana inmediatamente anterior (Cuadro 1).

Cuadro 1

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

	TASA INTERBANCARIA		CDT a 90 días	
	% V.D.	% E.A.	% V.D.	% E.A.
07-Oct	24.89	28.25	24.28	28.47
08-Oct	25.77	29.38	23.81	27.82
09-Oct	27.19	31.23	23.94	28.00
10-Oct	28.17	32.52	24.09	28.20
11-Oct	28.35	32.76	24.44	28.68

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

El aumento en el precio del dinero a la vista está asociado con los retiros realizados por las grandes entidades oficiales, así como con las inversiones de las entidades financieras en títulos de participación del Banco de la República con vencimiento a 30 días.

De acuerdo con la información de la Superintendencia Bancaria, durante la última semana de septiembre, el diferencial de tasas de interés (tasa de colocación menos tasa de captación) presentó una disminución de casi un punto: la tasa de captación alcanzó un promedio de 29,17%, en tanto que la tasa de colocación fue de 39,19%.

Esta caída en el diferencial de tasas de interés está asociado con la evolución reciente de las condiciones de liquidez, y los diferentes niveles de flexibilidad de las tasas para ajustarse a esas condiciones. El comportamiento de las tasas de interés también se ha visto afectado por las

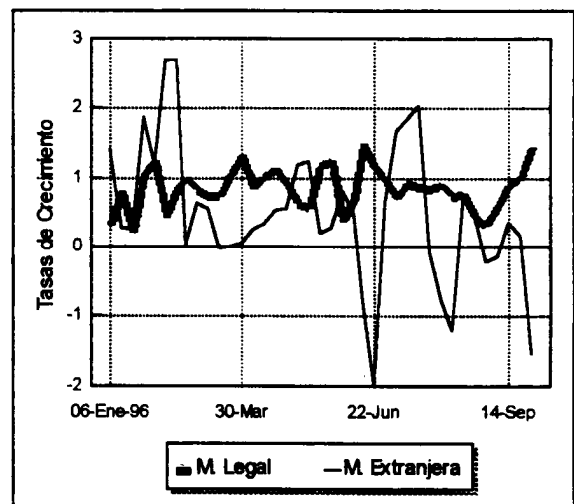
expectativas de mayor liquidez, resultantes de la liberación de encajes y el vencimiento del saldo de las OMAs. Aunque, durante el fin de año las tasas de interés suelen experimentar un repunte importante, estos factores pueden favorecer un incremento relativamente inferior, con relación a los registros típicos de fin de año.

C. Cartera de Créditos

El crecimiento de la cartera total del sistema financiero presentó una muy leve recuperación en la semana que terminó el 28 de septiembre; sin embargo, la desaceleración en el ritmo de crecimiento aún permanece. Aunque no se prevé una recuperación definitiva, se espera que en los meses finales del año, como es costumbre, su ritmo de crecimiento se eleve.

Gráfico 4

Tasa de Crecimiento Quincenal de la Cartera de Crédito en Moneda Legal y Extranjera.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria..

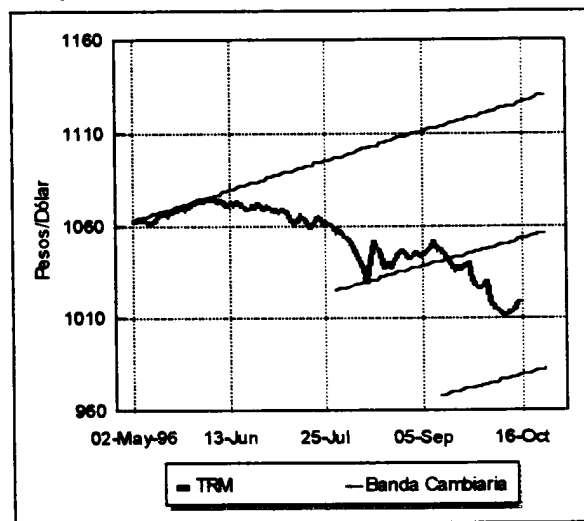
La tasa de crecimiento quincenal de la cartera de créditos en moneda extranjera ha tenido un descenso pronunciado en la última semana del 1,53%, asociado con el proceso revaluacionista. La cartera en moneda legal creció 1,46% en la semana, lo que explica el aumento en el ritmo de crecimiento de la tasa de la cartera total (Gráfico 4)

De acuerdo a la Superintendencia Bancaria, para la semana del 28 de septiembre, el indicador de calidad de la cartera de créditos de todo el sector financiero es de 7,09%, siendo la más riesgosa la de las compañías de financiamiento comercial con 14,1%, y la menos riesgosa la de las corporaciones financieras con 5,17%.

II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa de cambio promedio registró un aumento de \$3,4 con respecto al registro de la semana anterior, con lo que cerró el pasado viernes en un nivel de \$1.015,81. Este ligero quiebre en la tendencia revaluacionista de la tasa de cambio esta asociado con las expectativas que se crearon, luego de los anuncios de las autoridades económicas en el sentido de que la Junta Directiva del Banco de la República intervendría en el mercado para desacelerar esa tendencia (gráfico 5).

Gráfico 5
TRM y Banda Cambiaria



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.