

## **LA REVALUACION REAL O EL REPLANTEAMIENTO DE LA POLITICA ECONOMICA DE CORTO PLAZO**

La evolución reciente de la tasa de cambio ha suscitado todo tipo de reacciones, incluida la petición de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

Después de haber estado pegada al techo de la banda hasta comienzos de junio, con niveles de \$1.074, la tasa de cambio cayó hasta llegar a los \$1.010. Si termina el año en niveles cercanos al piso de la banda, la devaluación nominal será de 1,78% (1.005 pesos por dólar).

En opinión de la Asobancaria, el Banco Central tiene el espacio y la capacidad técnica suficientes para seguir defendiendo la banda. Pero, sobre todo, la dinámica actual de la tasa de cambio debe conducirnos a un replanteamiento de la política económica de corto plazo, que reconozca el fracaso y los altos costos de la política monetaria contraccionista.

### **Las causas de la revaluación.**

Las causas del reciente episodio de revaluación son complejas, y van más allá de las relaciones simplistas y automáticas que algunos analistas pretenden mostrar.

La evolución del índice de la tasa de cambio real muestra claramente que la depreciación del peso, entre agosto de 1995 y junio de 1996, obedeció a causas coyunturales relacionadas con la crisis política y que esa dinámica era insostenible.

El comportamiento reciente apunta a una recuperación de la tendencia observada entre mediados de 1994 y mediados de 1995.

Para explicar la persistente tendencia revaluacionista de la tasa de cambio, habría que considerar al menos tres factores.

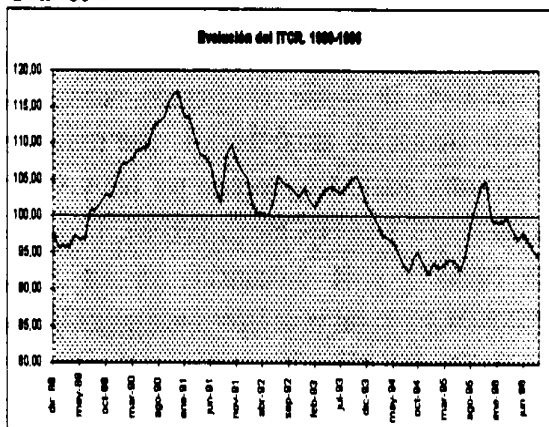
Primero, la ineficiencia de la política monetaria para lograr reducciones significativas de la tasa de inflación; el sostenimiento de altas tasas de interés reales por un largo periodo mantuvo alto el diferencial entre tasas internas y externas, fortaleciendo así el atractivo a endeudarse en moneda extranjera.

Segundo, los rezagos de las medidas adoptadas para defender el techo de la banda cambiaria. Los múltiples cambios en las exigencias de posición propia, así como en las normas que regulan el endeudamiento privado externo, y la autorización al sector financiero para captar recursos en dólares y colocarlos en pesos, tienen efectos rezagados que sólo ahora comienzan a sentirse.

Por último, hay quienes consideran que el déficit del gobierno central es una de las principales causas de la dinámica actual de la tasa de cambio. En este sentido resaltan la financiación del déficit del Fondo Nacional del Café, que implicará un ingreso de divisas por 200 millones de dólares este año, y la menor demanda de divisas en el mercado cambiario por parte de la tesorería, dejando de comprar cerca de 300 millones de dólares.

Es claro que el déficit fiscal fortalece las tendencias de revaluación, al presionar al alza las tasas de interés, pero no puede ser considerado como la causa única del comportamiento reciente; en caso contrario, habría que explicar por qué ahora hay revaluación, y antes no.

**Gráfico 1**



Fuente: Banco de la República

Desde que se anunció la bonanza petrolera, se anticipó el proceso de fortalecimiento del peso, al menos para lo que resta del siglo.

Si a las expectativas creadas por la bonanza se le suman el debilitamiento estructural de las finanzas públicas y la prolongada espera de los efectos rezagados de la política monetaria sobre los precios, resulta obvio que se acentúe la tendencia a la revaluación.

En síntesis, la tendencia revaluacionista está relacionada con factores estructurales, como son la estructura de las finanzas públicas y el anticipo a los efectos de la bonanza petrolera y factores de corto plazo que ocasionan un aumento relativo de la oferta de divisas en el mercado cambiario.

Por lo tanto, no se puede pensar en la posibilidad de amortiguar la tendencia revaluacionista mientras no haya un replanteamiento de la política antiinflacionaria, y no se haga una revolución fiscal, que elimine los problemas estructurales y evite la crisis fiscal a que se verá enfrentado el país en el mediano plazo.

El análisis económico no puede seguir siendo tan frívolo, como para que la preocupación de los analistas oscile, en unos pocos meses, entre el temor a una irrefrenable devaluación al de una irrefrenable revaluación, sin que medien cambios esenciales en el mundo real.

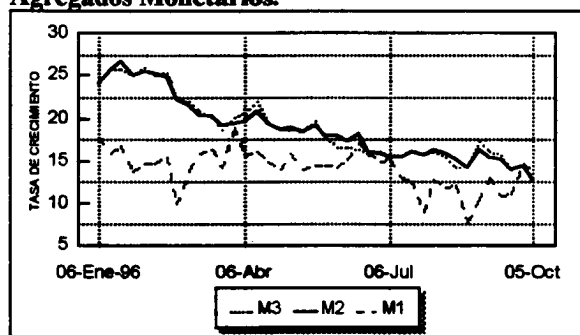
## I. POLITICA MONETARIA

### A. Agregados Monetarios

En la semana que concluyó el 4 de octubre, por primera vez en el año, el agregado monetario de mayor crecimiento anual fue M1; este registró un crecimiento del 13,82%, seguido por M2 y M3 con tasas 12,85% y 12,54% respectivamente. Lo anterior es atribuible a la disminución en los encajes bancarios, por lo que es de esperar una mayor liquidez en el mercado (gráfico 2).

**Gráfico 2**

### Tasa de Crecimiento Anual de los Principales Agregados Monetarios.

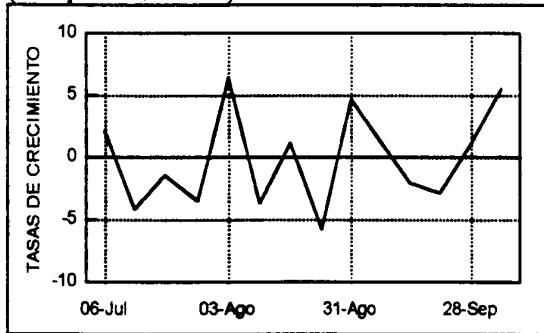


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

Adicionalmente se registró el mayor crecimiento semanal que ha alcanzado el efectivo desde principios de agosto, con una tasa de 5,48% a 4 de octubre. La tasa de crecimiento de las cuentas corrientes en la misma semana fue de -5,1%. Este resultado explica en buena parte el crecimiento de M1, confirmando que el incremento en la liquidez de la economía

se debe al crecimiento en el efectivo (gráfico 3).

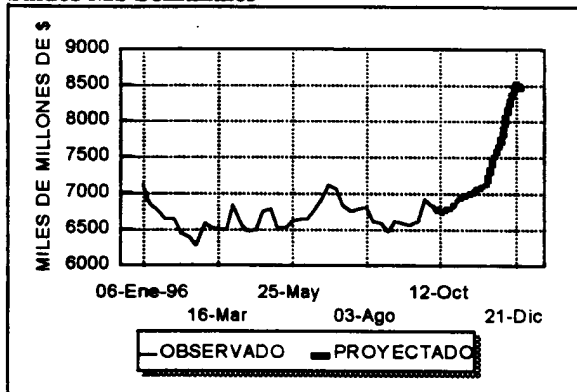
**Gráfico 3**  
**Tasa de Crecimiento Semanal de Efectivo (Componente de M1).**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Sin embargo es importante anotar que la reducción de los encajes sumado a la liquidación de OMAs (un total de \$1 billón), no será suficiente para garantizar la liquidez necesaria, que evite un aumento en las tasas de interés al finalizar el año. Como se planteó en la semana anterior, para alcanzar una tasa de crecimiento de M1 del 11%, es necesario obtener una liquidez adicional de \$1 billón (Gráfico 4).

**Gráfico 4**  
**Saldos M1 Semanales**

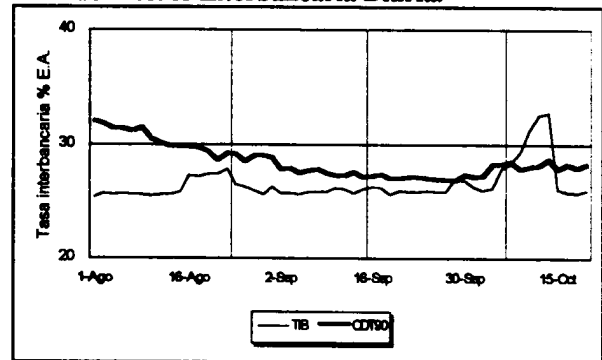


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

## B. Tasas de interés

Durante la semana del 15 al 18 de octubre la tasa interbancaria promedio fue de 25.88% E.A.; este valor se encuentra alrededor de 5 puntos por debajo del registro de la semana inmediatamente anterior. Con esta disminución, la tasa vuelve a un nivel cercano al promedio para el año (Gráfico 5).

**Gráfico 5**  
**Tasa de Interés Interbancaria Diaria.**



Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

La caída de la tasa interbancaria, se explica por el incremento en la liquidez del mercado, generado ante el aumento en el efectivo, en razón de la liberación de los encajes bancarios y al vencimiento en el saldo de las OMAs.

**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.
15-Oct	23.16	26.05	23.80	27.81
16-Oct	22.98	25.83	24.12	28.25
17-Oct	22.87	25.68	23.87	27.90
18-Oct	23.09	25.96	24.12	28.25

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

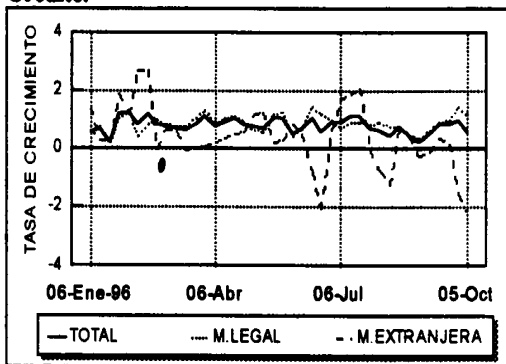
Por otra parte, la tasa de los CDT a 90 días ha mantenido desde hace varias semanas un comportamiento relativamente estable, hecho que continúa sin

alteraciones significativas durante la semana que concluyó el 18 de octubre.

### C. Cartera de Créditos

La cartera de créditos total continuo con el proceso de desaceleración en su ritmo de crecimiento; por su parte la cartera en moneda legal sigue una trayectoria similar a la anterior. En el caso de la cartera en moneda extranjera, la tasa de crecimiento es negativa y se observa que en las últimas semanas este proceso se ha venido acentuando (Gráfico 6).

**Gráfico 6**  
**Tasa de Crecimiento Quincenal de la Cartera de Crédito.**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

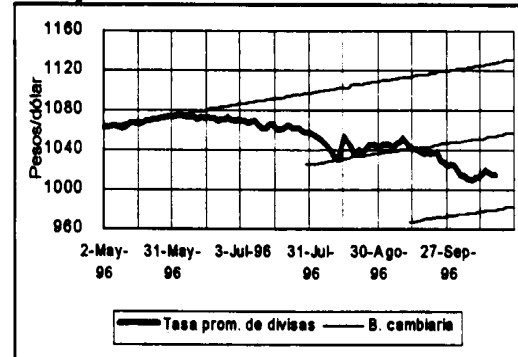
La fuerte caída en el la tasa de crecimiento quincenal de la cartera en moneda extranjera se explica por la revaluación de las semanas anteriores, la cual hace que se reduzca el valor de la misma en moneda legal.

## II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa de cambio promedio cerró el 18 de octubre a \$1.015,36 logrando mantenerse en un rango similar al de la semana inmediatamente anterior. Dicho cierre estabiliza el proceso de revaluación que se venía presentando aceleradamente durante la semana anteriores, y se explica

por los anuncios del Emisor de intervenir en el momento en que se vea afectado el esquema de la banda cambiaria (gráfico 7).

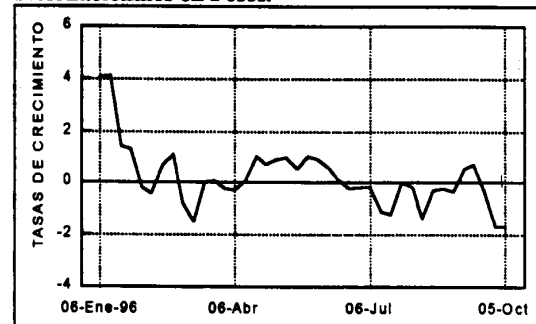
**Gráfico 7**  
**TRM y Banda Cambiaria**



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

De otra parte llama la atención la caída en la tasa de crecimiento quincenal en pesos, que han sufrido las reservas internacionales en las últimas semanas. Como es de suponer, lo anterior se debe al proceso de revaluación que se ha venido dando durante los últimos meses, lo cual hace que las reservas pierdan parte de su valor nominal en moneda legal (gráfico 8).

**Gráfico 8**  
**Tasa de Crecimiento Quincenal de Reservas Internacionales en Pesos.**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.