

Corrección monetaria:

Pañitos de agua tibia

Las medidas adoptadas recientemente por la Junta Directiva del Banco de la República nuevamente han llamado la atención sobre el tema de la corrección monetaria y muestran, una vez más, los líos de la autoridad monetaria con el único precio administrado que subsiste en el sistema financiero.

No se sabe a ciencia cierta si la corrección monetaria se debe considerar como un componente de la tasa de interés; tampoco se sabe qué hacer para que se acomode rápidamente a los cambios en el mercado.

Corrección monetaria versus tasa de interés

Tanto en la Resolución 16 de la Junta Directiva del Banco de la República, como en la Circular 50 de la Superintendencia Bancaria, se señala que, para efectos del cumplimiento de los límites impuestos a las tasas de interés activas de los establecimientos de crédito, la corrección monetaria se contabiliza como parte de la tasa de interés cobrada por las CAV sobre sus préstamos. En este sentido, se entiende que el costo financiero de las operaciones de las CAV tiene dos componentes que se deben sumar para obtener el costo total para el usuario.

Sin embargo, la interpretación que dan las autoridades económicas es bien distinta cuando se trata de la aplicación de los intereses de mora. Para cualquier otro tipo de establecimiento de crédito, la tasa de mora máxima se obtiene multiplicando por dos la tasa de interés corriente; si esa tasa resulta mayor que la tasa de usura que establece la Superintendencia Bancaria, la tasa de mora que se debe usar es la tasa de usura. De esta forma, un crédito con tasas superiores al 34 por ciento anual, tendría una tasa de mora igual a la tasa de usura (68 por ciento, en este momento).

Pero, en el caso de las CAV la cosa no resulta igual, pues para multiplicar por dos no se permite la contabilización de la corrección monetaria; de esta forma, para que la tasa de mora de un crédito de una CAV sea igual a la tasa de usura, en las condiciones actuales, se requeriría que estuviera pactado a corrección monetaria (26 por ciento aproximadamente) más 21 puntos.

De lo anterior surge una conclusión absurda: para que las sanciones por mora impidan el deterioro de la calidad de su cartera, las CAV deben aumentar el componente de tasa de interés de sus créditos; así eliminan la desventaja que tienen frente a otras entidades financieras en el cobro de intereses de mora, pero aumentan el riesgo de incumplimientos en su cartera.

Tal resultado no está lejos de la realidad. Si bien el aumento del costo de financiación en las CAV en los últimos años puede ser explicado por un conjunto de medidas de política económica (ver *Panorama Macroeconómico y Financiero* No. 25, junio de 1995), no se puede desconocer que este problema de los intereses de mora contribuye a esa tendencia. Hasta hace tres años, las CAV estaban obligadas a prestar para vivienda de interés social a CM + 5 puntos, y su marco de operación permitía que las tasas máximas estuvieran alrededor de 18 puntos; hoy en día, los rangos de tasas están comprendidos entre CM + 12 y CM + 22 puntos; esto indica que las CAV pueden cobrar una tasa de mora similar a la de los demás establecimientos de crédito sólo sobre una parte muy reducida de su cartera.

¿Cuál es la argumentación para mantener esa división tan extraña? ¿Por qué la corrección monetaria computa como interés en unos casos y en otros no? En alguna época se esgrimió el argumento de que la corrección monetaria era el componente de inflación en el costo financiero, que pretendía diferenciar el sistema UPAC desde su creación del resto de mecanismos de financiación.

Pero, si ese fuera el caso, tendría que calcularse el componente de inflación en todas las operaciones de crédito de la economía. Además, cuando en sana lógica se resolvió eliminar la variación del índice de precios al consumidor del cálculo de la corrección monetaria, con el fin de que ésta reflejara los cambios en el mercado financiero, se perdió esa relación directa, por lo que seguirla aplicando a un concepto diferente, afecta negativamente a las CAV.

¿Cómo considerar que el actual nivel de corrección monetaria de cerca del 26 por ciento es un componente inflacionario, cuando la inflación observada es del 21 por ciento anual y la esperada es del 18 por ciento?

El eterno problema de la formulita

El otro elemento de atención sobre la corrección monetaria es la reciente modificación a la fórmula de cálculo. Sea cual sea la fórmula que se ingenien las autoridades de turno, no ha sido posible que la corrección monetaria se adecue rápidamente a los cambios en el mercado.

Hasta este mes, la corrección monetaria equivale al 74 por ciento del promedio móvil de orden 12 de la DTF y a partir de agosto se calcula tomando el promedio móvil de orden 4. Sin la modificación señalada en la Resolución 18, la corrección monetaria habría tardado cerca de tres meses en adaptarse a los nuevos niveles de tasas de interés y habría obligado a las CAV a un cierre de créditos más prolongado.

No obstante, la Resolución 18 no constituye la solución ideal. Cualquier choque a las tasas de interés ocasionará todavía un retraso de cuatro semanas para que la corrección monetaria tome su nuevo nivel, a no ser que se cuente con otra intervención de la autoridad monetaria. Una simulación sobre el comportamiento de la corrección monetaria con la nueva fórmula de cálculo, en comparación con la anterior, muestra que su evolución no hubiera sido muy diferente y que la nueva fórmula, lógicamente, resulta más inestable (gráfico 1); así, los períodos de aumento de las tasas de interés la hubieran llevado a niveles superiores a los observados, mientras que en los períodos de descenso la corrección monetaria hubiera sido inferior a la observada.

En este esquema, cabe esperar simplemente que la autoridad monetaria siga interviniendo e inventando formulas sin llegar a una solución definitiva. Incluso, el hecho de que las CAV puedan operar en moneda legal aumenta la complejidad del problema, pues las modificaciones de la formulita tienen efectos sobre su rentabilidad; así por ejemplo, la Resolución 18 reduce la rentabilidad de aquellas corporaciones con mayor volumen de captación en pesos.

Además, el problema de recurrente intervención de la autoridad monetaria sobre el nivel de la corrección monetaria, introduce un elemento exógeno de riesgo de tasa de interés a los créditos de las CAV y a los títulos de inversión que puedan emitirse sobre las hipotecas que respaldan la cartera de estas entidades; así, en los procesos de titularización, que empiezan a

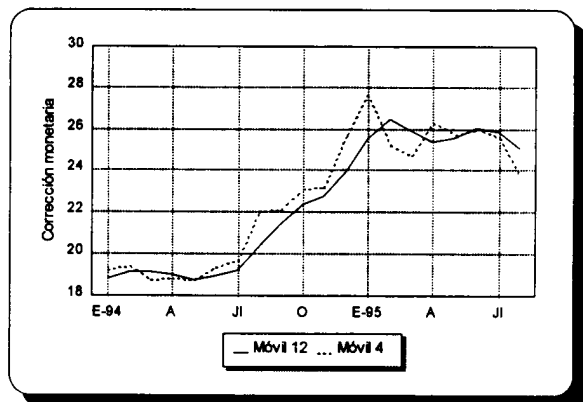
tomar fuerza en nuestro medio, el comprador debe incorporar en su decisión el hecho de que la autoridad monetaria puede modificar intempestivamente una porción importante del rendimiento del título que se adquiere.

En síntesis, es indispensable estabilizar la fórmula de la corrección monetaria, pues los problemas que acarrea tanta formulita hacen daño no sólo a las CAV sino a todo el sistema financiero.

Gráfico 1

Corrección monetaria 1994-1995

Estimada con media móvil de la DTF de orden 4 y 12*



Fuente: Banco de la República. Cálculos ASOBANCARIA.

*Agosto de 1995 proyectado con DTF=32% E.A.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

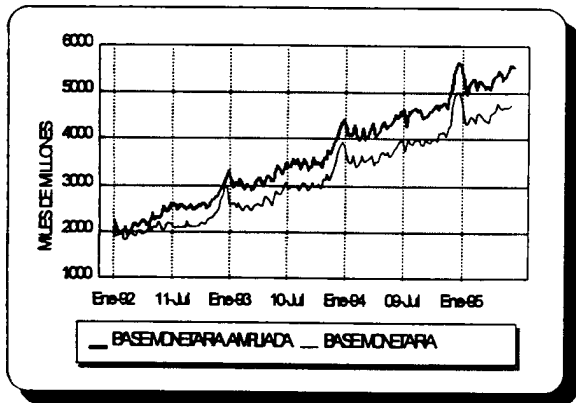
El Banco de la República incorporó algunas modificaciones en las estadísticas monetarias y cambiarias, a partir de la semana que terminó el 17 de junio. Esos cambios consisten en la contabilización del encaje de las CAV y del encaje sobre depósitos fiduciarios, como pasivos monetarios; antes se incluían en las estadísticas como pasivos no monetarios. Además, se excluyeron del efectivo las cuentas corrientes de las entidades financieras no bancarias en el Banco de la República; ahora se consideran dentro de las reservas del sistema financiero.

Estos cambios dan lugar a un incremento de la base monetaria y a una disminución en los medios de pago.

En promedio, hasta el 10 de junio de 1995, el multiplicador que resulta de relacionar la "nueva" base monetaria, o "base monetaria ampliada", con el nuevo M1, presenta un valor de 1,1, es decir, 0,22 puntos menos que el promedio del antiguo multiplicador. Esto se debe a que la base ampliada incluye las reservas del sistema financiero, mientras que M1 tan sólo tiene en cuenta los depósitos en cuenta corriente de los bancos.

Gráfico 2

Base monetaria y base monetaria ampliada



Fuente: Banco de la República

El comportamiento de la base monetaria ampliada (gráfico 2), no difiere en forma importante del de la antigua base monetaria; sin embargo, la brecha entre las dos series tiende a aumentar con el paso del tiempo. Esto evidencia el mayor peso que las reservas del sistema financiero no bancario adquieren dentro de la base monetaria ampliada.

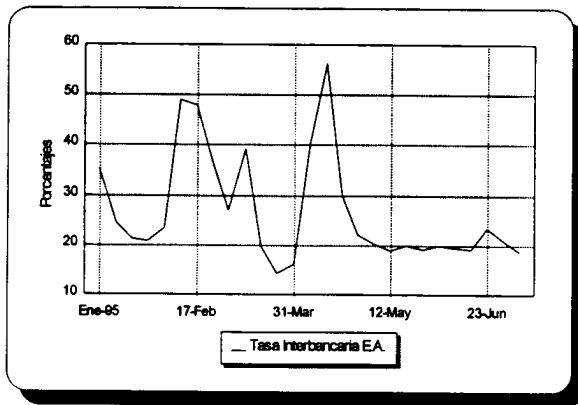
Las tasas de crecimiento anual de la base ampliada y la oferta monetaria (de ahora en adelante nos referiremos así a la oferta monetaria corregida), para la semana que terminó el 24 de junio, están 10 y 14 puntos por debajo de las observadas en igual período del año anterior. El estricto control que se mantiene sobre la evolución de los principales agregados monetarios continúa siendo evidente, aún con los nuevos indicadores.

La base monetaria ampliada, se ha mantenido dentro del corredor monetario, al igual que su predecesora. Así también M1 corregido, el 17 de junio, estaba debajo del corredor monetario \$156 mil millones. Sin embargo, es de esperar, como ya se comentó antes, que las nuevas medidas de encaje, favorezcan la llegada de M1 al centro del corredor. Por el contrario no es muy claro el papel que están jugando los títulos de participación.

B. Tasas de Interés

De acuerdo con la Superintendencia Bancaria, la tasa de interés de colocación promedio, del sector financiero, para la semana que terminó el 9 de junio, estaba en 48.4%. En esa fecha, las captaciones del sector financiero se estaban realizando a una tasa promedio de 35,3%. Estas cifras aún no reflejan el control de tasas ordenado por el Banco de la República.

Gráfico 3
Tasa interbancaria efectiva anual
Promedios semanales



Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria

La liquidez del mercado de dinero se ha acentuado con la reciente disminución en los niveles del encaje bancario. Durante la semana que terminó el 7 de julio la tasa interbancaria presentó un registro promedio de 18,7% E.A., inferior en 2 puntos al observado durante la semana anterior, y el menor observado durante el último trimestre.

C. Cartera de Créditos.

De acuerdo con la última información del Banco de la República (hasta el 24 de junio), la tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos del sistema financiero (incluyendo la FEN), fue de 40,8%. En igual fecha, el crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera presentó un registro del 40,6%.

Es poco probable que la liberación de recursos por concepto de encaje modifique la tendencia descendente en el ritmo de crecimiento de la cartera de créditos. Según las autoridades monetarias, se espera una disminución de los recursos congelados del orden de \$300 mil millones mientras que, durante lo corrido de 1995, la cartera del total de establecimientos de crédito se ha incrementado en más de 3.7 billones de pesos.

II. TASA DE CAMBIO

El comportamiento del mercado de divisas interbancarias continúa presionando al alza la tasa de cambio promedio y, por tanto, la tasa representativa del mercado.

El registro de la tasa de cambio promedio de las divisas interbancarias se incrementó en 11 pesos durante la semana que terminó el 7 de julio. Este comportamiento está asociado a la reciente sequía del mercado en dólares y a la baja rentabilidad del interbancario en pesos.

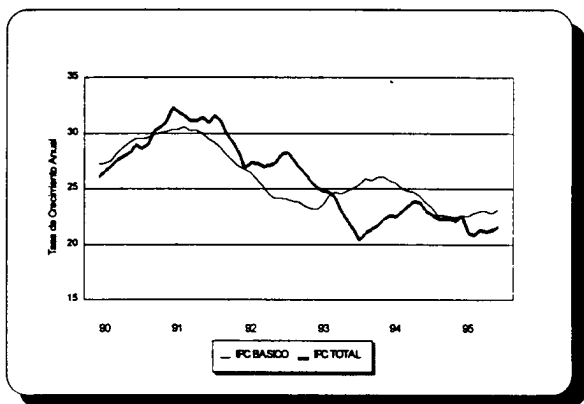
En mayo y junio la diferencia entre el valor de la tasa representativa de l mercado y el de l centro de la banda se había ampliado hasta casi 20 pesos. Sin embargo, desde finales de junio esa tendencia se ha revertido.

Hasta el 7 de julio la devaluación anualizada iba en 11,5%, es decir 2 puntos menos que la meta establecida en el programa macroeconómico.

III. PRECIOS

La inflación durante el mes de junio fue de 1,2%, es decir, 0,3 puntos más que el registro del igual mes de 1994. La inflexibilidad a la baja del indicador de inflación básica permite ver que la política monetaria aun no tiene efectos sobre el comportamiento de los precios.

Gráfico 4
IPC Básico y Total



Fuente: DANE. Cálculos ASOBANCARIA