

Inflación 1997: CREDIBILIDAD *VERSUS* COSTOS

La Junta Directiva del Banco de la República anunció una meta de inflación del 18 por ciento para 1997. A esa meta hay que creerle, pues la Junta está dispuesta a utilizar todo el arsenal de política económica, con tal de recuperar su credibilidad después del fracaso del presente año. Sin embargo, todo indica que la lucha de la Junta será ardua y que en el campo de batalla el panorama puede ser desolador.

Salario mínimo una piedra en el zapato

El nivel del salario mínimo es una variable importante en los ejercicios de programación macroeconómica, que se elaboran para alcanzar una meta de inflación. La señal del emisor indica que el crecimiento del salario mínimo compatible con la meta del 18 por ciento de inflación esta alrededor del 19,5 por ciento; es claro que desviaciones amplias por encima de esa cifra representan dolores de cabeza para la Junta.

No existe una comprobación contundente que demuestre una relación entre el aumento del salario mínimo y la tasa de inflación. La importancia de su determinación radica en que es la referencia para los ajustes de los demás salarios de la economía.

A diferencia de los años anteriores, es altamente probable que el aumento del salario mínimo sea muy superior al aconsejable por la consistencia macro; el mismo incumplimiento de la meta de inflación y los compromisos del gobierno para compensar la pérdida del salario real, son la base de la argumentación que se

empieza a esgrimir en el Consejo de Concertación de la Política Salarial.

El desequilibrio fiscal

Otra fuente de complicaciones para alcanzar la meta de inflación la constituye la situación de las finanzas públicas. Las señales aquí no son claras; se anunció un recorte de endeudamiento externo del orden de US\$500 millones y un déficit del sector público no financiero equivalente al 1,1 por ciento del PIB, incluyendo privatizaciones.

Durante el presente año fueron varias las ocasiones en las que los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República reclamaron del gobierno una mayor austeridad y mayores recortes del gasto público. Sorprende que en la programación de 1997 no se refleje esa posición y se mantenga la situación observada en el presente año: resulta afortunado que la Junta Directiva y el gobierno no hayan acordado metas fiscales más drásticas, que podrían debilitar aún más la economía.

En opinión de la Asobancaria la coyuntura macro se vería favorecida por un comportamiento más dinámico del gasto público; sin embargo, ello no implica perder de vista que hay un grave problema estructural de las finanzas públicas y que es poco y nada lo que el gobierno y el emisor están proponiendo para superarlo. El proyecto de ley de racionalización del gasto público, en el mejor de los casos, apenas posterga algunos gastos para 1998, pero no ataca las fuentes de la presión del gasto.

Volviendo al círculo

Una de las novedades anunciadas por el Emisor es el desplazamiento de la meta

intermedia de crecimiento de los agregados monetarios (M1 y M3) a la base monetaria y el anuncio de expansión a través de la acumulación de reservas internacionales. Resulta curioso que después del despliegue dado a la creación del indicador agregado de M3 más bonos como meta intermedia de la política monetaria, se abandone ahora sin mayores explicaciones; la autoridad monetaria queda en deuda con todos los interesados en la argumentación técnica que hay detrás de esa decisión.

Para lograr un crecimiento anual de la base monetaria del 16%, el Banco de la República tendría que comprar algo más de US\$1.000 millones durante 1997. ¿Esto significa que ha terminado el apretón monetario? Es bastante dudoso.

Las metas anunciadas para los agregados monetarios en 1996 (23% para M1 y 31,4% para M3) están lejos de cumplirse; las cifras de noviembre indican que sería necesario un aumento de \$2,5 billones en M1 y \$6,2 billones en M3 para lograrlas; la Asobancaria ha mostrado que no hay fuentes para esa expansión en lo que resta del año.

No hay razones para pensar que esa orientación de la política monetaria se vaya a modificar notoriamente; por lo tanto, si para la defensa de la banda cambiaria el Banco compra ese volumen de dólares, veremos un aumento importante de las OMA y de nuevo tendremos el riesgo de repetir el círculo vicioso de 1991.

El campo de batalla

El gran sacrificio en la contienda antiinflacionaria seguirá siendo el crecimiento económico y el empleo. Los anuncios de la autoridad monetaria no

muestran el cambio de orientación requerido para evitar la profundización de la recesión de la economía: seguiremos extremando el sobreajuste monetario, las tasas de interés se mantendrán altas y la demanda de crédito se seguirá desacelerando; en ese contexto, resulta optimista pensar en metas de crecimiento del 4,0% o del 4,5%.

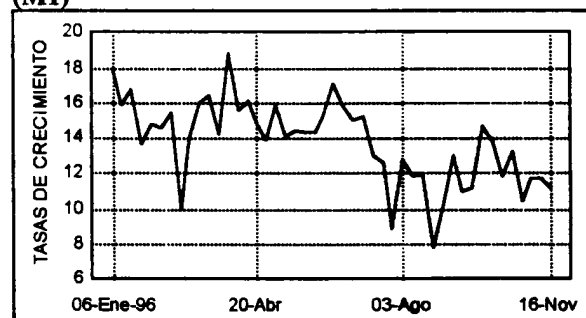
La Asobancaria viene insistiendo en la necesidad hacer un alto en el camino para replantear la política económica de corto plazo y buscar soluciones al problema estructural de las finanzas públicas; por eso, vemos con preocupación que los anuncios del Emisor mantienen su posición de seguir haciendo ensayos en torno a lo mismo, con la esperanza de algún día funcione el rezago.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 15 de noviembre, la tasa de crecimiento anual de los medios de pago (M1) tuvo un registro de 11,21%. Se observa que durante el transcurso del año dicha tasa tiene una trayectoria decreciente, pasando de tasas del 17% en enero, a tasas de crecimiento promedio del 11% (gráfico 1).

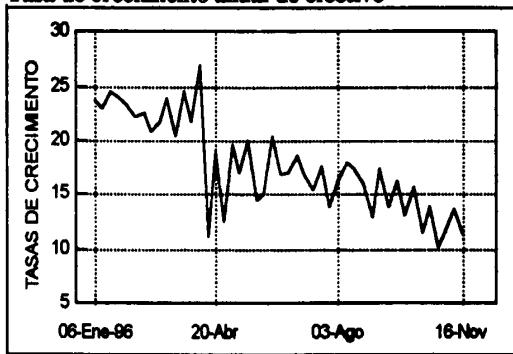
Gráfico 1
Tasa de crecimiento anual de los medios de pago (M1)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

La caída en la tasa de crecimiento de los medios de pago, coincide con el descenso que viene presentando en los últimos meses la tasa de crecimiento anual de efectivo (componente de M1). Durante la semana que finalizó el 15 de noviembre, obtuvo el segundo registro más bajo del año (11,35%) (gráfico 2).

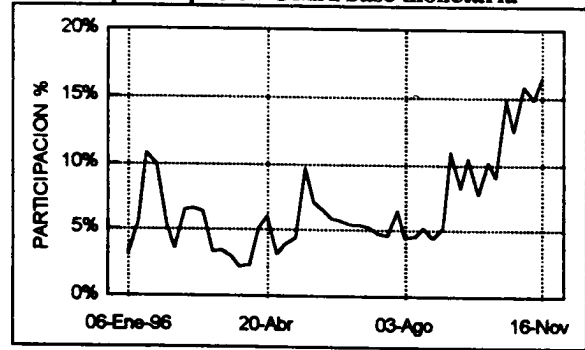
Gráfico 2
Tasa de crecimiento anual de efectivo



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

El saldo de las OMA registra desde mediados de agosto un elevado incremento. La participación de las OMA en la base monetaria, pasó de registros cercanos al 4,5% durante el mes de agosto, hasta un 16,3% en la semana que termina el 15 de noviembre. Este significativo aumento se presenta como consecuencia del estricto control de excesos de liquidez en el mercado y la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República (gráfico 3).

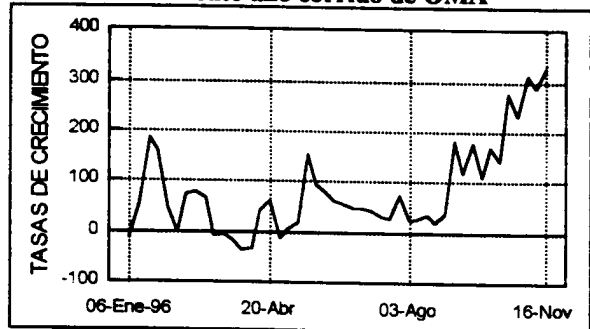
Gráfico 3
Tasa de participación OMA/base monetaria



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Luego del anuncio del Banco de la República, sobre la disminución de la tasa de captación a un día, desde 25% a 23%, es previsible esperar que el saldo de las OMA en el corto plazo tenga una desaceleración en su crecimiento. En lo corrido del año 1996 las OMA han crecido un 324,07% (Gráfico 4).

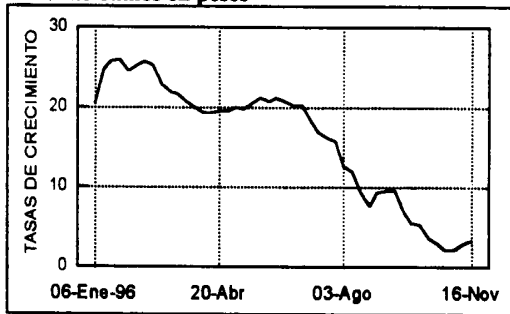
Gráfico 4
Tasa de crecimiento año corrido de OMA



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

El único favor de expansión del efectivo para la semana que terminó el 15 de noviembre, fue el leve aumento en el saldo de las reservas internacionales en pesos (teniendo en cuenta que el proceso de revaluación continúa). Sin embargo este favor fue contrarrestado a través de OMA (Gráfico 5).

Gráfico 5
Tasa de crecimiento anual de reservas internacionales en pesos



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

B. Tasas de Interés

En la semana que transcurrió del 25 al 29 de noviembre, la tasa de interés interbancaria mantuvo un registro promedio casi idéntico al de las últimas dos semanas, con una cifra de 25,98% E.A..

La tasa de los CDT a 90 días, también tuvo un promedio semanal prácticamente idéntico al de las últimas semanas (28,19%E.A.) (Cuadro 1).

Cuadro 1
Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días

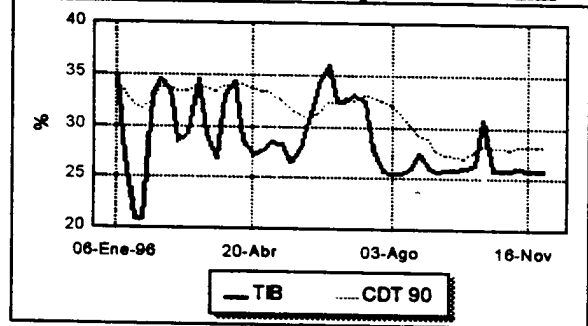
	TASA INTERBANCARIA % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
25-Nov	25.90	28.23
26-Nov	26.11	28.18
27-Nov	25.90	28.08
28-Nov	25.91	28.20
29-Nov	26.09	28.26

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

El estacionamiento que tienen la tasa de interés interbancaria y la de CDT a 90 días desde mediados de octubre, podría verse alterado en el corto plazo, teniendo en cuenta el anuncio del emisor de reducir en la tasa de captación de las OMA, con el objeto de satisfacer el aumento en la

demanda de liquidez de fin de año. La reducción en la tasa de captación de las OMA (hasta el 16 de diciembre) puede significar una reducción proporcional en la tasa interbancaria y demuestra la intención del emisor de evitar el tradicional aumento de tasas de interés de fin de año (Gráfico 6).

Gráfico 6
Tasa de interés interbancaria y de CDT 90 días

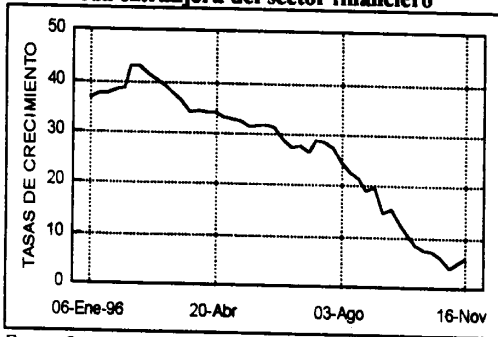


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

C. Cartera de Créditos

El crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera ha venido decayendo en forma permanente a lo largo de 1996. Sin embargo, durante la semana que terminó el 15 de noviembre, presentó síntomas de una leve recuperación alcanzando una tasa de crecimiento anual de 5,89%; este es el registro más alto desde mediados de octubre. La recuperación se explica, por los efectos que empieza a tener sobre el endeudamiento externo el proceso de revaluación del peso (gráfico 7).

Gráfico 7
Tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera del sector financiero



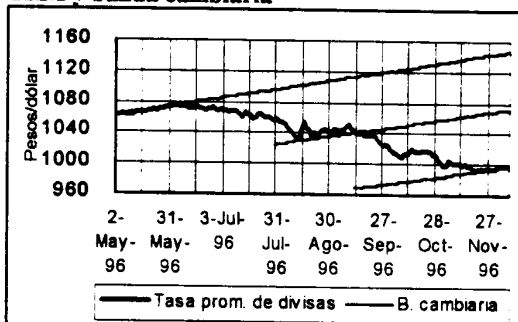
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa de cambio promedio cerró el 29 de noviembre en \$994.80 por dólar, es decir 3 centavos por encima del cierre del viernes de la semana anterior, permaneciendo en el borde de la banda.

De otra parte la Junta del Emisor optó por mantener la actual banda cambiaria, pero decidió aumentar su pendiente en un 15%, a partir de enero de 1997, lo cual fija esta cifra como la mínima devaluación posible para el año entrante. Para la consecución de ese objetivo, al menos en el corto plazo, será necesaria la intervención del Banco de la República en el piso de la banda (Gráfico 8).

Gráfico 8
TRM y banda cambiaria



Fuente: Banco de la República y Citinfo.

III. PRECIOS

El nivel de precios alcanzó al finalizar el mes de noviembre un registro, para lo que va corrido del año de 20,76%, es decir 3,76 puntos porcentuales por encima de la meta prevista para todo 1996. Teniendo en cuenta que en el promedio de inflación del mes de diciembre en los últimos cinco años ha sido de 1,18%, se prevé una inflación del 22% para 1996; 5 puntos por encima de la meta de la Junta del emisor.

Cuadro 2
Tasa de inflación de diciembre

AÑO	INFLACION
1991	1.40%
1992	0.94%
1993	1.13%
1994	1.49%
1995	0.92%

Fuente: DANE.