

Devaluación nominal: UN CASTILLO DE NAIPES

Desde el decreto de la emergencia económica (13 de enero) el peso se ha devaluado un 6% en términos nominales. Esta situación es el resultado, en gran medida, de acciones especulativas y de la toma de posiciones en dólares ante las expectativas generadas sobre el impuesto al endeudamiento externo y el proceso de "certificación".

Este ritmo de devaluación es insostenible, y el comportamiento del mercado cambiario podría darles un bofetón a quienes le apuestan a la continuación de las tendencias de las primeras semanas del año.

Los fundamentos macroeconómicos de corto y mediano plazo apuntan hacia una tasa de cambio en las cercanías del piso de la banda. El mercado de divisas estará ofrecido, como consecuencia de los mayores ingresos petroleros y de las expectativas sobre el precio externo del café.

La experiencia de agosto de 1995 demostró que la tasa de cambio puede subir rápida e inesperadamente en pocos días al techo del corredor cambiario impulsada por factores "subjetivos".

En general, los fundamentos macroeconómicos terminan imponiéndose a la especulación (véase **post-agosto 95**). Pero un manejo inoportuno o imprudente de la autoridad cambiaria puede darles fuerza a los especuladores, y enredar colosalmente las cosas.

Cuando el nerviosismo, la confusión informativa y la incertidumbre se convierten en factores determinantes del desempeño del mercado, *aumenta la dispersión entre los precios de transacciones individuales*. Esta condición parece caracterizar al mercado cambiario en las últimas semanas, tal como ocurrió entre agosto de 1995 y enero de 1996.

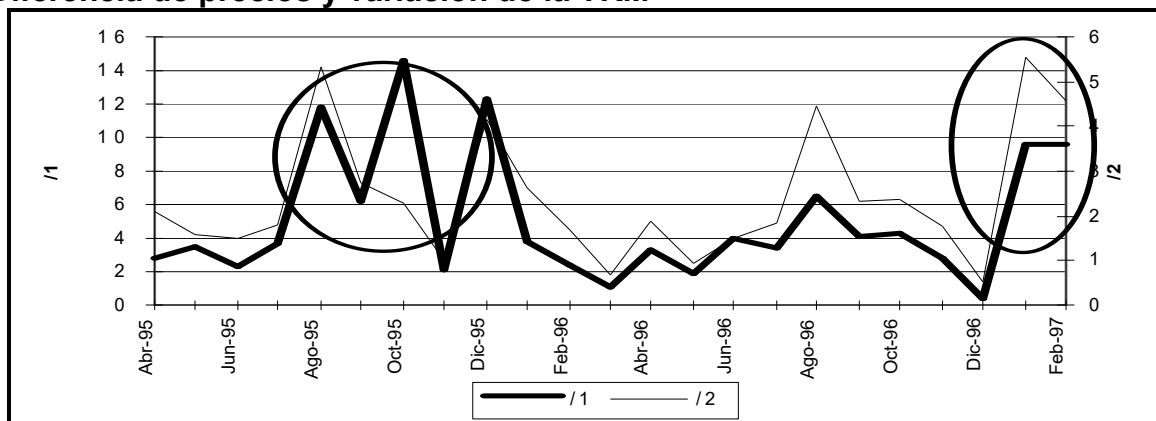
El gráfico 1 muestra que durante estos períodos (en círculos) aumenta notoriamente la diferencia entre precios extremos de negociación. Además, esta diferencia tiende a ser mayor cuando aumentan los porcentajes de variación promedio de la tasa de cambio representativa del mercado.

Operadores y banco central: prudencia

Lo interesante de un movimiento especulativo al interior de la banda cambiaria (no en los extremos) es que no se sabe a ciencia cierta en qué momento intervendrá el banco central para tranquilizar el mercado e impedir la extrema varianza entre precios individuales. La autoridad cambiaria favorece sus intereses y sus objetivos cuando actúa a tiempo para lograr que los operadores recorten dicha varianza.

Y también los favorece cuando la autoridad actúa oportuna y serenamente. Permitir que persista la devaluación especuladora, puede conducir después a la autoridad cambiaria a adoptar medidas monetarias para "entonar" el peso, tales como un incremento de las tasas de

Gráfico 1
Diferencia de precios y variación de la TRM



/1 Diferencia entre la tasa máxima y la mínima diarias de negociación en el mercado interbancario de divisas; /2 variación diaria promedio en valor absoluto. Fuente: CITIINFO, cálculos Asobancaria.

interés o su sostenimiento en los niveles actuales.

Estas medidas no sólo perjudican el desempeño de la economía, en la medida en que tienden a hacerse permanentes, sino que resultan costosas e ineficientes a la luz de la naturaleza transitoria de los movimientos que las promovieron.

Señales contra la especulación

Aunque parece existir un consenso entre analistas y autoridades sobre el retorno de la tasa de cambio hacia la parte baja del corredor cambiario, no se sabe cuándo ello va a ocurrir. Los mayores ingresos petroleros y cafeteros, la utilización total del cupo de endeudamiento público externo, una “descertificación” sin sanciones comerciales y el sostenimiento de la dinámica actual del endeudamiento privado externo, unido a una reactivación de la demanda de crédito interno, son los factores determinantes del aterrizaje, o

del “descenso suavemente ondulante” de la tasa de cambio.

Nos atrevemos a proyectar, **hoy**, que la cosa empezará hacia mediados del año.

Sin embargo, la mayor o menor incertidumbre que rodea la ocurrencia de estos hechos y su efecto real esperado sobre el mercado cambiario, hacen necesaria una intervención por parte del Banco de la República tendiente a normalizar las expectativas y a moderar la especulación. No se trataría de acabar con el mercado cambiario y de paso con su naturaleza especulativa, sino de evitar los costos de dejar pegar la tasa de cambio al techo de la banda.

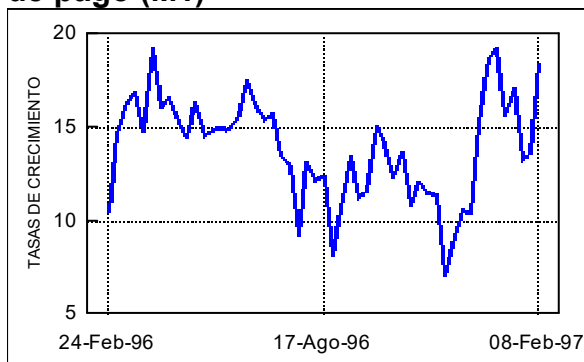
I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 7 de febrero, la tasa de crecimiento anual de los medios de pago alcanzó el registro más alto desde finales de diciembre (18.47%). El incremento en este

agregado, se explica por la caída en el saldo de las OMA de las dos semanas anteriores, y el consecuente aumento en el efectivo, que registró la tasa de crecimiento anual más alta en lo que va corrido del año (19.28%) (Gráfico 2).

Gráfico 2
Tasa de crecimiento anual de medios de pago (M1)

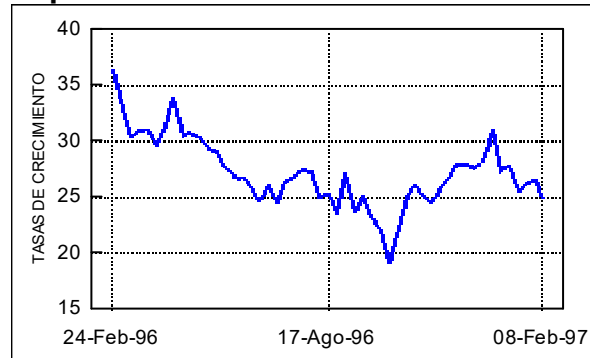


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Durante la misma semana, la tasa de crecimiento anual de los depósitos en Corporaciones de Ahorro y Vivienda, obtuvo un registro de 24.88%, el más bajo desde principios de noviembre de 1996. Lo anterior se explica por una desaceleración en el crecimiento anual de los CDT ordinarios (casi 8 puntos porcentuales en una semana), y en las cuentas de ahorro en UPAC (Gráfico 3).

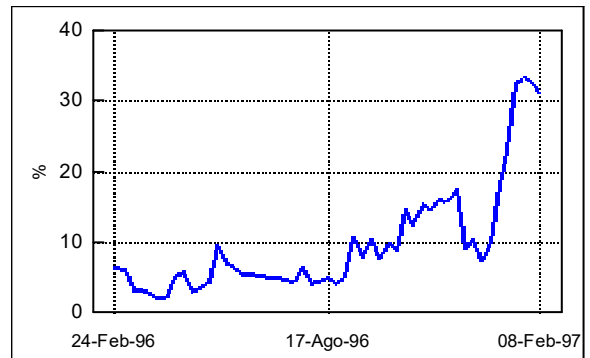
Luego del fuerte incremento que se presentó desde mediados de diciembre, en la relación de las OMA respecto de la base monetaria, durante la semana que terminó el 7 de febrero se observa por primera vez una caída en dicha relación, alcanzando un registro de 31.01% (Gráfico 4).

Gráfico 3
Tasa de crecimiento anual de los depósitos de las CAV



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 4
Relación OMA / base monetaria



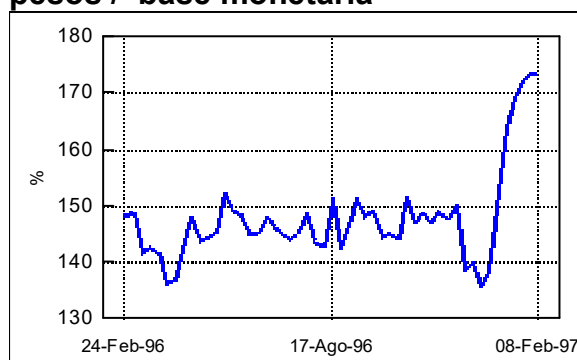
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Por primera vez desde finales de diciembre de 1996, la relación de reservas internacionales en pesos respecto de la base monetaria mantuvo un registro similar al de la semana anterior (173.6%). Lo anterior, se explica por los efectos generados por las medidas de emergencia económica, tendientes a controlar el incremento de las reservas internacionales (Gráfico 5).

B. Tasas de Interés

En la semana del 17 al 21 de febrero, la tasa de interés interbancaria promedio presentó un registro de 26.51% E.A., es decir 2.78 puntos porcentuales por encima del registro de la semana anterior (Cuadro 1).

Gráfico 5
Relación reservas internacionales en pesos / base monetaria



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

El fuerte incremento la tasa de interés interbancaria que se presentó en la última semana, se explica por el elevado volumen de recursos congelados en el emisor, el retiro de recursos del I.S.S. y al traslado de impuestos (Gráfico 6).

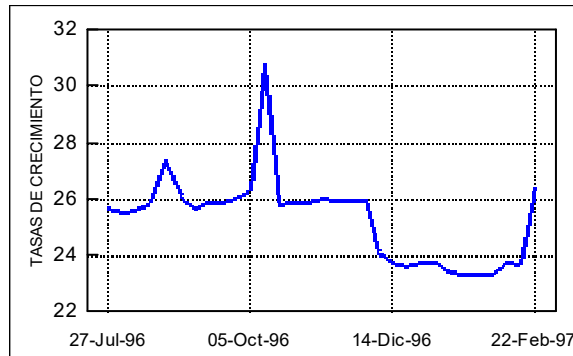
Por su parte, la tasa de los CDT a 90 días registró un promedio semanal de 24.89% E.A., es decir que estuvo 0.3 puntos porcentuales por debajo del promedio de la semana anterior (Cuadro 1).

C. Cartera de Créditos

El crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera, presentó durante la semana que concluyó el 7 de

febrero, el primer indicio de desaceleración desde principios de noviembre de 1996, alcanzando un registro de 15.93%. Lo anterior se explica, por la incertidumbre generada por el impuesto al endeudamiento externo (Decreto 81) y por la decisión que tome la Corte Constitucional sobre la declaratoria de la emergencia económica (Gráfico 7).

Gráfico 6
Tasa de interés interbancaria



Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

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

	TASA INTERBANCA RIA % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
17-Feb	25.22	24.79
18-Feb	24.68	24.70
19-Feb	27.29	25.00
20-Feb	27.52	25.05
21-Feb	27.81	24.92

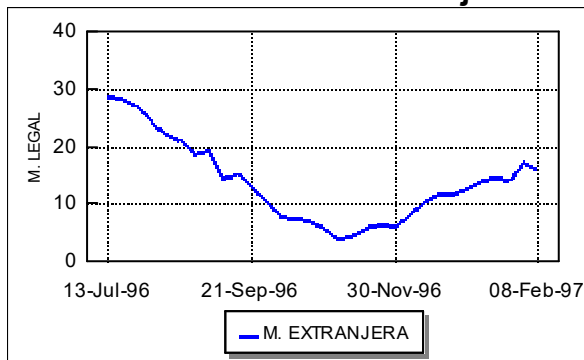
Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa representativa del mercado cerró el 21 de febrero en \$1073.42 por dólar, es decir \$1.58 por debajo del cierre

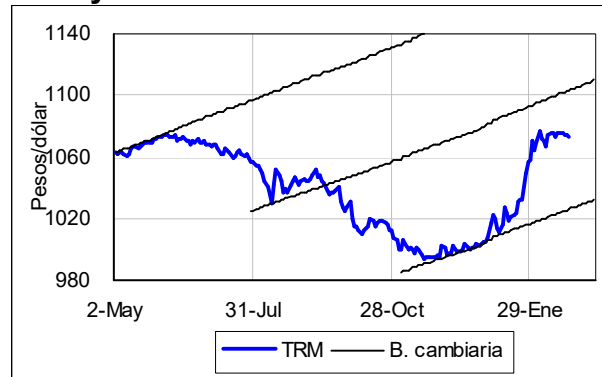
del viernes de la semana anterior. De todas maneras, el precio de la divisa se ha mantenido en el mismo promedio durante las dos semanas anteriores (\$1074.64) (Gráfico 8).

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



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 8
TRM y banda cambiaria



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

II CONGRESO NACIONAL DE TESORERIA

Cartagena de Indias, 13 - 14 de marzo de 1997

Mayor Información
 Asobancaria
 Carrera 9 No. 74-08 piso 9
 Teléfono 2114811 Exts. 310-500-510
 Fax: 2119915 ó 2175594
 Santafé de Bogotá D.C., Colombia