

LAS MEDIDAS MONETARIAS DE AGOSTO

Introducción

A finales de agosto las autoridades tomaron medidas en materia de control a las tasas de interés y reducción de los niveles de encaje, las cuales tendrán significativas repercusiones sobre los principales indicadores monetarios en lo que resta del año. El propósito de estas Notas es describir y analizar el comportamiento reciente del sector monetario y la conveniencia y oportunidad de las medidas referidas.

En la primera sección se examinan en forma muy breve los principales desarrollos, que en el frente monetario, se presentaron durante el segundo semestre de 1987. Si bien ello ya ha sido tratado en entregas anteriores de estas Notas, creemos que constituye un antecedente importante para entender a cabalidad la actual coyuntura monetaria. Se muestra cómo a partir de dicho período se venía gestando una acelerada expansión de la cartera de los bancos, con preocupantes consecuencias sobre la evolución de la inflación y las tasas de interés. La rápida expansión de la liquidez, que hacía posible mantener altas tasas de crecimiento de la cartera de los intermediarios financieros, representa la contrapartida monetaria del auge en la demanda agregada. Consecuentemente, una estrategia que propenda por desacelerar el ritmo inflacionario debe buscar una reducción en la tasa de crecimiento de la liquidez primaria y de la cartera bancaria.

En la segunda sección se analizan los principales acontecimientos monetarios en lo corrido de 1988. En particular, se destaca la importancia que tuvo la mayor

preferencia del público por efectivo a principios de año, la cual al drenar recursos del sistema financiero creó un desbalance entre las fuentes y usos de recursos de los intermediarios financieros. Ello, junto con presiones inflacionarias provenientes de la rápida expansión de fines de 1987 y del desabastecimiento de algunos alimentos básicos, generó el ambiente propicio para una rápida elevación de las tasas de interés nominales. Dicha tendencia se vio acentuada por el alto grado de concentración en el sistema financiero, al responder los intermediarios a la menor liquidez primaria mediante un aumento en sus tasas de interés de captación a fin de mantener su participación en el mercado, bajo la creencia generalizada de que el mayor costo de los recursos puede ser fácilmente trasladado a los usuarios del crédito.

La situación que se describe en las primeras dos secciones de estas Notas condujo a las autoridades a tomar la decisión de reducir los encajes y controlar temporalmente las tasas de interés por la vía administrativa. Este será el tema de la tercera sección.

I. Situación monetaria durante el segundo semestre de 1987

En el segundo semestre de 1987, y principalmente en el último trimestre del año, se estaba configurando una situación monetaria preocupante. La coyuntura se caracterizaba, entre otras, por elevadas tasas de interés e inflación en alza. Además se registraba un rápido

CUADRO 1

Algunos indicadores de la situación monetaria

(Segundo semestre de 1987)

Fin de:	Tasa de interés efectiva (1)	Tasa de inflación (2)	Crecimiento anual (%)			M ₂ (3)	Posición de encaje (4)
			Base monetaria	Cartera	Medios de pago		
Julio	30.6	25.6	33.7	35.4	29.5	28.6	1.533
Agosto	30.1	24.3	38.3	36.1	26.7	29.1	5.346
Septiembre	30.7	24.4	36.0	36.6	28.5	30.1	-4.322
Octubre	32.1	24.1	39.6	36.1	31.8	30.2	10.470
Noviembre	32.3	24.5	32.8	36.8	29.3	28.7	6.230
Diciembre	34.2	25.2	31.4	34.6	32.9	28.0	-5.893
Promedio simple	31.7	24.7	35.3	35.9	29.8	29.1	

(1) Certificados de Depósito a Término a 90 días de bancos y corporaciones financieras en Bogotá.

(2) Variación anual del Índice de Precios al Por Mayor.

(3) M₁ + Cuasidineros.

(4) Posición promedio diaria de la última semana del mes, en millones de pesos.

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

crecimiento de la cartera, no sostenible en la medida en que iba acompañado de situaciones de desencaje en numerosos bancos. La expansión de los medios de pago se venía situando por encima de las metas establecidas en el programa macroeconómico (véase Cuadro 1).

La percepción de las autoridades monetarias era la de que, en gran parte, estos resultados reflejaban un crecimiento acelerado de la demanda agregada. Ello se debía en parte a que la economía durante tres años consecutivos había tenido una expansión del orden del 5% anual, mientras que la inversión y por ende el aumento de la capacidad productiva había tardado en recuperarse. Las estadísticas sobre utilización creciente de dicha capacidad evidencian este fenómeno.

Partiendo de la consideración de que la inflación es un elemento regresivo en materia de distribución de ingreso y factor determinante de una asignación de recursos poco eficiente, la política monetaria

debía jugar un papel tendiente a reducir las presiones de exceso de demanda. La acción de las autoridades monetarias apuntó hacia el control de los medios de pago (M₁) procurando actuar sobre aquellos componentes exógenos tanto de la base monetaria como del multiplicador. Puesto que M₁ es en sentido estricto endógeno, las autoridades monetarias dirigen su acción hacia los elementos de la base y el multiplicador que tienden a ser más exógenos y por tanto controlables (1).

Durante el segundo semestre de 1987, se presentaron diversos factores que llevaron el crecimiento de los medios de pago a niveles preocupantes, tal como se analizó

(1) La base no es otra cosa que la liquidez primaria de la economía, y se determina por factores objeto de la política monetaria (como puede ser el caso de las operaciones de mercado abierto -OMA) y por factores en gran parte exógenos y no controlables por la autoridad monetaria (por ejemplo las reservas internacionales). El multiplicador monetario depende de varios factores: la preferencia del público por liquidez, el nivel de encajes legales y la posición de encaje de los bancos (excesos o defectos de reserva bancaria).

en las Notas Editoriales de diciembre de dicho año. En el Cuadro 1 vemos que el crecimiento anual (promedio simple) de M1 en el segundo semestre de 1987 fue de 29.8%. Esta cifra era demasiado elevada frente a la meta de crecimiento real del producto de 5% y una inflación del orden del 20% anual.

Durante la segunda mitad de 1987, la base monetaria creció a tasas anuales promedio de 35.3% (Cuadro 1). El efecto expansionista del FODEX, y un inesperado incremento de las reservas internacionales a fines de año, jugaron un papel determinante en dicho resultado. Infortunadamente, la preocupación por la tendencia alcista en las tasas de interés impidió que durante los últimos meses del año las Operaciones de Mercado Abierto —OMA— cumplieran un papel contraccionista compensatorio en cuantías equivalentes. En consecuencia su saldo disminuyó de \$ 168.646 millones en julio de 1987 a \$ 164.171 millones en diciembre del mismo año, como se desprende del Cuadro 2.

CUADRO 2	
Operaciones de mercado abierto durante el segundo semestre de 1987 (1)	
(Millones de \$)	
Fin de	Saldo
Julio	168 646
Agosto	168 880
Septiembre	168 947
Octubre	170 233
Noviembre	147 229
Diciembre	164 171

(1) Títulos de participación (excluyendo Fondo de Amortización TAN, FODEX y Banco de la República — TREC) y Títulos Canjeables (Res. 66/86 de la Junta Monetaria)
Fuente: Banco de la República — Departamento de Fiduciaria y Valores

El elevado incremento de la base monetaria y de los medios de pago estuvo acompañado de un excesivo aumento de

la cartera del sistema financiero. Esta última avanzó a una tasa anual promedio de 35.9% durante el segundo semestre de 1987 (Cuadro 1). Durante igual período, el crecimiento anual promedio de M2 (la suma de los medios de pago y los cuasidineros) fue tan solo de 29.1%, como se desprende del Cuadro 1. Este claro desbalance entre el crecimiento de las fuentes y los usos de los recursos, financiado en ciertos casos con desencajes, habría de jugar papel determinante en la competencia del sistema financiero por el ahorro transferible, con una consecuente elevación de las tasas de interés.

Una expansión tan acelerada de la cartera bancaria, incluso en una situación caracterizada por un muy elevado crecimiento de la liquidez de la economía, conduce a los intermediarios financieros a competir agresivamente por la captación de recursos en el mercado. El proceso de ajuste inicialmente se da a través de las tasas de interés pero, eventualmente, a fin de alcanzar una situación sostenible, se tiene que dar una reducción en la expansión de la cartera de los intermediarios financieros. En noviembre de 1987 las autoridades económicas juzgaron que el desbalance entre fuentes y usos de recursos no se estaba corrigiendo de manera lo suficientemente rápida; la liquidez crecía, pero no tanto como la cartera, razón por la cual la tasa de interés efectiva de captación continuaba en ascenso, pasando de promedios de 30.6% anual en el primer semestre de 1987 a 31.7% en el segundo, para cerrar el año en 34.2%. Era claro entonces que el origen del problema monetario obedecía al crecimiento de la cartera, razón por la cual en noviembre las autoridades monetarias optaron por solicitarle a los intermediarios que limitaran sus préstamos, a fin de que los saldos de cartera no superaran los observados en noviembre 20. Sobre la validez y alcance de este instrumento de persuasión se hicieron los comentarios pertinentes en las Notas Editoriales de noviembre de 1987.

Como se verá en la siguiente sección, la tendencia al alza de las tasas de interés perduró durante 1988, al incorporarse a las mismas las expectativas de inflación creciente. Adicionalmente, el lento crecimiento del ahorro y la inusual demanda por efectivo contribuyeron también a este fenómeno.

II. El primer semestre de 1988

Al terminar 1987 se presentaba entonces una situación en la cual los medios de pago estaban creciendo a tasas superiores a las fijadas como meta con base en la evolución deseada de los precios y del producto. Además, a partir del segundo semestre del año anterior se aceleró la inflación, situándose alrededor del 25% anual con tendencia a aumentar, debido a la variación de los precios de los alimentos y como reflejo del gran dinamismo de la demanda.

Esta tendencia, en adición a otros factores como el rápido incremento de la cartera bancaria, las modificaciones en el cómputo del encaje ⁽²⁾, la estacionalidad propia de fin de año y el lento crecimiento del ahorro, indujeron las alzas en las tasas de interés nominales. Al cierre del año éstas superaban en tres puntos las prevalecientes a lo largo de 1987 (véase Gráfico 1).

La autoridad monetaria buscó entonces encauzar el crecimiento de los medios de pago dentro de la senda deseada, reduciéndolo con el fin de eliminar los excesos de demanda e influir sobre las expectativas de inflación. En este sentido, mediante la Resolución 10 de 1988 de la Junta Monetaria, se elevó al 65% el encaje sobre los depósitos oficiales en los establecimientos bancarios a partir del mes de febrero ⁽³⁾.

Tal política se vio afectada por fenómenos exógenos, en algún grado inesperados. El

abrupto aumento en la preferencia del público por efectivo incrementó en forma considerable la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente lo cual trajo como resultado un descenso pronunciado en el multiplicador de la base monetaria, respecto al nivel que históricamente se esperaría observar para esa época del año. Como se anotó en las Notas Editoriales de marzo, la mayor demanda por efectivo se originó, en parte, en la interpretación dada a las normas de procedimiento tributario expedidas en diciembre de 1987, lo cual desincentivó al público a mantener depósitos en los bancos comerciales ⁽⁴⁾.

A pesar del bajo nivel del multiplicador, los medios de pago continuaron creciendo a tasas elevadas como se observa en el Cuadro 3 (30.4% anual en promedio para el primer trimestre del año). Lógicamente, este fenómeno se explica por el carácter expansivo de la base monetaria. Esta última aumentó, en año completo, al 40.5% en promedio durante el primer trimestre de 1988, cifra muy superior al aumento de 25.0% observado durante igual período del año anterior.

Como se explicaba en las Notas Editoriales recién citadas, la contracción que estacionalmente caracteriza a la base monetaria durante los primeros meses del año no fue muy pronunciada en el primer trimestre de 1988. Mientras que en 1987 la base

(2) La Resolución 58 de 1987 de la Junta Monetaria estableció un sistema rezagado para el cómputo de los encajes del sistema bancario e implantó a la vez nuevas sanciones por desencaje, transfiriendo al período de cómputo inmediatamente posterior los desencajes superiores al 1% del requerido promedio diario en el caso de la posición semanal y la totalidad del desencaje en el caso de la posición mensual.

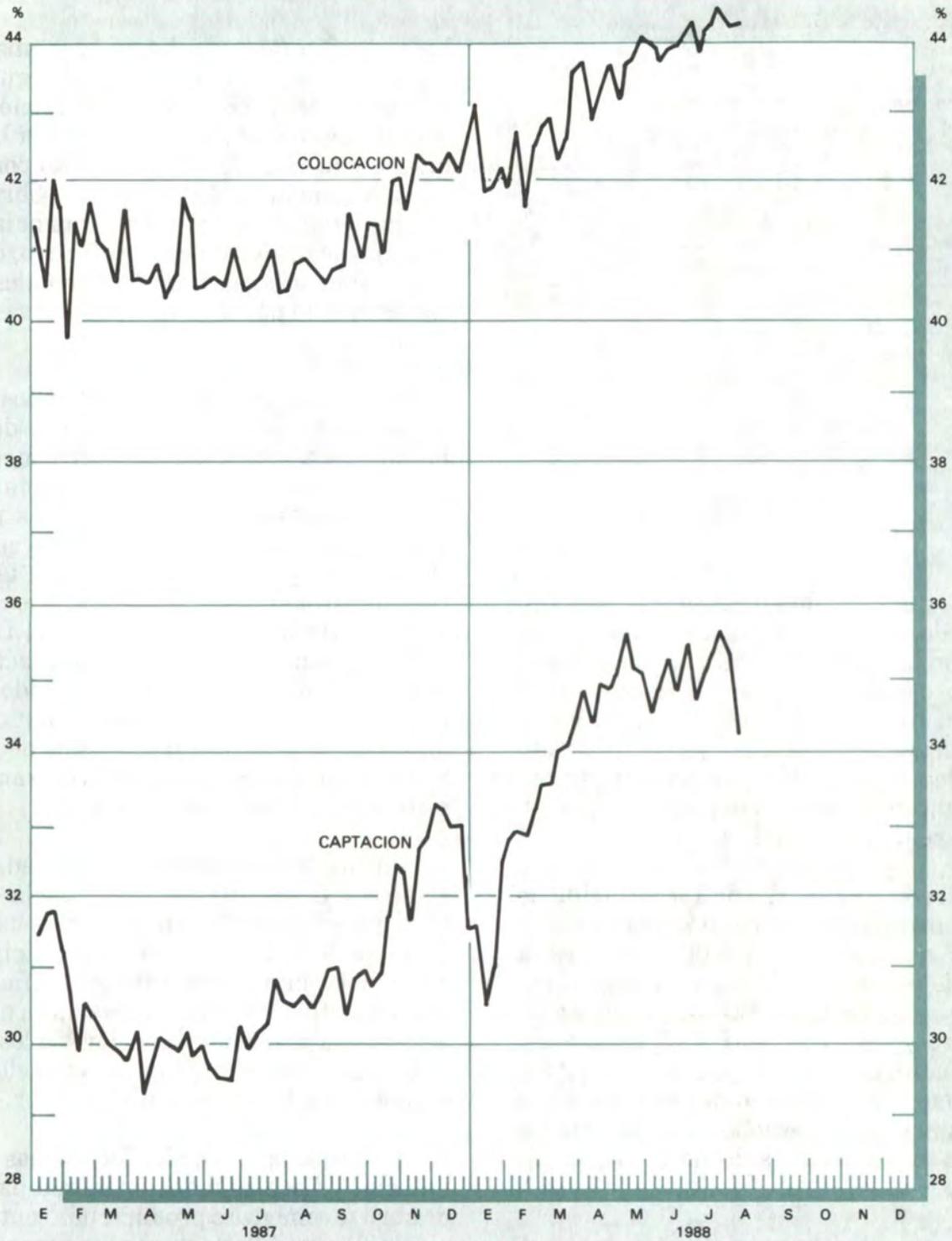
(3) Sin embargo, para una parte de dichas exigibilidades (depósitos de entidades del orden nacional) se redujo el encaje del 80% al 65%.

(4) Sin embargo, en abril 8, el Gobierno expidió el Decreto 634 que aclara varias de las disposiciones y amplía los montos de las cuentas que es necesario declarar.

GRAFICO 1

Tasas efectivas de interés

BANCOS*, CORPORACIONES Y COMPAÑIAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL



* Incluye oficiales, mixtos y privados

Fuente: Superintendencia Bancaria. Encuesta sobre tasas de interés de captación y colocación

CUADRO 3
Agregados monetarios
1988

Fin de	Variación anual Base %	Multiplificador (1)	Variación anual Medios de pago %
Enero	40.7	1.611	33.0
Febrero	36.3	1.579	29.8
Marzo	44.4	1.468	28.5
Abril	38.3	1.586	26.4
Mayo	33.7	1.542	24.2
Junio	33.1	1.551	28.4
Julio	32.9	1.559	24.6
Agosto	26.5	1.601	25.2

$$(1) \text{ Multiplicador} = m = \frac{e + 1}{e + r}$$

$$\text{donde } e = \text{Coeficiente de efectivo} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Dep. Cta. Corriente}}$$

$$r = \text{Coeficiente de reserva} = \frac{\text{Reserva Bancaria}}{\text{Dep. Cta. Corriente}}$$

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

había disminuido en 12.3% durante este período, en el presente año dicha disminución tan sólo fue del 3.7%, básicamente como consecuencia de la necesidad de financiar a los bancos comerciales y a las corporaciones de ahorro y vivienda, debido a la situación de iliquidez que estaban enfrentando, ocasionada, a su vez, por la preferencia por efectivo.

Es así como en marzo de 1988 el saldo del cupo ordinario de crédito alcanzaba un nivel cercano a los \$ 9.000 millones; al propio tiempo, debido al lento crecimiento de los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda, el FAVI presentaba una contracción de tan sólo \$ 32.244 millones en lo corrido del año, mientras que para igual período del año anterior dicha suma había sido de \$ 81.232 millones.

A su vez, las operaciones de mercado abierto perdieron dinamismo, como resultado de la fuerte competencia que

estaban enfrentando en razón al alza en las tasas de interés del sistema financiero, y a la decisión de la autoridad monetaria de evitar que este mecanismo presionara aún más dichas tasas.

La situación descrita hasta el momento comenzó a revertirse durante el segundo trimestre de 1988, cuando se inició un período de menor dinamismo en la base monetaria. Este fenómeno, junto con la plena vigencia de las medidas sobre el cómputo del encaje y la permanencia de una mayor preferencia por efectivo, condujo a menores crecimientos anuales de los medios de pago, como se observa en el Cuadro 3.

La evolución de los saldos mantenidos por la Tesorería General en el Banco de la República, a lo largo del primer semestre del año, denota la presencia de un nuevo factor monetario, de carácter más permanente. En efecto, estos saldos, superiores a los previstos, se explican tanto por las dificultades transitorias en los acuerdos de pago y en los giros de la Tesorería, como por los altos niveles de actividad económica que han producido un incremento de los ingresos tributarios más allá de lo proyectado. Estos hechos han ejercido una influencia contraccionista sobre la base monetaria.

Así mismo, como se aprecia en el Cuadro 4, el efecto de la mayor preferencia por efectivo y la elevación de los encajes, sobre los depósitos oficiales a que hicimos referencia, han mantenido los coeficientes de efectivo y reserva bancaria en niveles sistemáticamente superiores a los del año pasado, lo que explica las variaciones anuales negativas del multiplicador.

Como consecuencia de los fenómenos monetarios y fiscales mencionados, a partir de abril se comenzó a producir una contracción de los medios de pago algo superior a la prevista. En el segundo trimestre del año la base monetaria creció en promedio

CUADRO 4

Multiplicador monetario

Fin de:	Coeficiente de efectivo (1)		Coeficiente de reserva (2)		Multiplicador (3)		Multiplicador Var. anual %	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
Enero	0.4358	0.4809	0.4063	0.4381	1.705	1.611	7.9	-5.4
Febrero	0.4226	0.4984	0.4350	0.4508	1.659	1.579	-1.8	-4.8
Marzo	0.4118	0.5520	0.4235	0.5056	1.690	1.468	-0.9	-13.1
Abril	0.4366	0.4853	0.3911	0.4514	1.736	1.586	-0.7	-8.6
Mayo	0.4367	0.4582	0.4293	0.4874	1.659	1.542	-5.0	-7.0
Junio	0.4504	0.4990	0.4635	0.4673	1.587	1.551	-7.7	-2.3
Julio	0.4206	0.4748	0.4339	0.4711	1.663	1.559	-3.1	-6.2
Agosto	0.4237	0.4942	0.4465	0.4394	1.636	1.601	-8.3	-2.1

(1) Se define como Efectivo/Depósitos en Cuenta Corriente

(2) Se define como Reserva Bancaria/Depósitos en Cuenta Corriente

$$(3) m = \frac{e + 1}{e + r}$$

donde: e = Coeficiente de efectivo
r = Coeficiente de reserva

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

a tasas de 35.0% en año completo en tanto que los medios de pago lo hicieron al 26.3%. Con aumentos en la cartera bancaria del orden del 30% anual, se estaba empezando a configurar nuevamente un desbalance entre fuentes y usos del sistema financiero, que ya no se originaba exclusivamente en una exagerada elevación de la cartera, sino también en un lento crecimiento en el ahorro transferible y en la liquidez que efectivamente llegaba a los bancos.

En abril se introdujo el mecanismo de los "Repos" mediante el cual el Banco de la República regula la liquidez de corto plazo de la economía, a través de la compra temporal con pacto de retroventa, de títulos elegibles en poder de los bancos. No se trata de un mecanismo para proveer al sistema de liquidez de manera permanente; más bien, es una forma mediante la cual la autoridad monetaria busca hacer menos traumático para los intermediarios financieros los movimientos exógenos de muy corto plazo en la

liquidez de la economía. Dentro de estos movimientos, el más notable tiene que ver con los cuantiosos traslados a la Tesorería que deben efectuar los bancos como recaudadores de impuestos. Tanto los recaudos como los traslados que los bancos tienen que efectuar a la Tesorería, representan flujos bastante inestables en el tiempo. En época de traslados masivos, el sistema requiere de inyecciones de fondos de cortísimo plazo. Son este tipo de necesidades las que se tratan de satisfacer mediante las operaciones Repos del Banco de la República.

La autoridad monetaria registró con bastante inquietud la disparidad entre las tasas de crecimiento de la liquidez y la cartera bancaria, lo cual, como es lógico, ejercía un impacto muy desfavorable sobre la tasa de interés (véase Gráfico 1). En tal sentido, las autoridades tomaron medidas en ambos frentes: por un lado, con el propósito de inducir una reducción en la cartera bancaria, en julio se expidieron normas que limitaban la cartera

que los intermediarios financian a través de las tarjetas de crédito (Resolución 49 de la Junta Monetaria). Por otro lado, a fin de que el Banco de la República no drenara liquidez al sistema, se redujeron las tasas de interés de las OMA.

Como se analiza en la siguiente sección, puesto que las medidas recién explicadas no resultaron suficientes para lograr niveles de crecimiento monetario acordes con las necesidades de la economía, fue necesario introducir cambios de mayor importancia en el frente monetario. En especial, nos referiremos a las medidas relacionadas con la baja en el encaje legal y el control administrativo de las tasas de interés.

III. Las medidas de agosto y septiembre

A. La reducción del Encaje

Al finalizar el mes de agosto los medios de pago presentaban una ligera disminución (-0.5%) en lo corrido del año y un crecimiento de aproximadamente un 25% en año completo. Dicha expansión moderada de la liquidez de la economía fue resultado de una reducción del 6% en la base monetaria durante lo corrido del año, compensada con un aumento del 6% en el multiplicador.

Las conocidas demoras en el desembolso del crédito externo denominado "Concorde", y las posteriores dificultades para efectuar apropiaciones al Presupuesto de la actual vigencia, condujeron a un retraso inicial en la ejecución de la inversión y el gasto público, que resultó en una menor expansión en la cuenta de la Tesorería General de la República frente a la prevista al comienzo del año. Estos fenómenos vinieron a sumarse al efecto contraccionista de la Tesorería ocasionado por la dinámica en los recaudos tributarios ya referida en la sección anterior. Si bien

dichos desfases se han venido corrigiendo progresivamente, la expansión monetaria prevista para el tercer trimestre del año hacía aconsejable inyectarle liquidez al sistema, sin que ello implicara abandonar la cautelosa política monetaria seguida. Dicha política ha buscado no sólo corregir los marcados excesos de oferta monetaria de finales del año pasado, sino, sobre todo, no permitir que por la vía monetaria se validen mayores incrementos en precios.

Ante dificultades generalizadas de liquidez en el sistema bancario, la medida más indicada era la de lograr una reducción de los encajes legales sobre las exigibilidades a la vista, así como propiciar una reducción en las captaciones a través de las Operaciones de Mercado Abierto, OMA, del Banco de la República. Con estas medidas se buscó recuperar la tasa de crecimiento de la cartera ordinaria de los bancos a ritmos compatibles con el aumento del ahorro financiero, y de paso, mejorar la rentabilidad bancaria.

La reducción de los encajes sobre exigibilidades a la vista se produjo en dos etapas. La primera de ellas, de carácter permanente, consistió en una baja de dos puntos en el encaje legal. La segunda, redujo el encaje sobre dichos depósitos en cuatro puntos adicionales, pero en forma transitoria, ya que la Junta Monetaria tuvo en cuenta que hacia diciembre se habrán de producir importantes incrementos de la base monetaria. Este último componente buscó entonces anticipar parte de la expansión monetaria de fin de año, para lograr así un crecimiento más uniforme de la liquidez en lo que resta de 1988.

La reducción permanente en dos puntos porcentuales del encaje sobre los depósitos a la vista de particulares, así como sobre los depósitos de las entidades públicas del orden nacional en los bancos comerciales, sitúan los encajes sobre dichas exigibilidades en el 42% y en el 63%,

respectivamente. Esta medida de encaje liberó cerca de \$ 14.000 millones, produciendo un incremento en los medios de pago del orden de \$ 21.000 millones.

El componente transitorio (Resolución 61 de 1988 de la Junta Monetaria) liberó cerca de \$ 28.000 millones adicionales, con un impacto monetario cercano a los \$ 42.000 millones. Este último efecto se mantendrá durante los meses de septiembre, octubre y parte de noviembre. En conjunto, las medidas en materia de encajes bancarios expanden por sí solos la oferta monetaria en más de \$ 60.000 millones, con lo cual se genera inicialmente un moderado exceso de oferta.

Las autoridades han procedido con extrema cautela en razón, como se comentará más adelante, de que es posible que se hayan introducido innovaciones financieras importantes que pueden estar conduciendo a una subestimación de la liquidez efectiva de la economía, lo cual no es incompatible con la estrechez de recursos que se ha observado en algunas semanas en el sistema bancario.

B. El control a las tasas de interés

Como se señala en la segunda parte de estas Notas, las tasas de interés nominales (activas y pasivas) presentaron un crecimiento pronunciado y sostenido desde mediados del año pasado. Si bien las tasas de interés reales tendieron a decrecer, en la medida en que el componente no esperado de la inflación probablemente se incrementó, es innegable que un aumento en sus niveles nominales incide negativamente sobre los flujos de caja de las empresas al repagarse más rápidamente los créditos (5). Adicionalmente, el incremento en dichas tasas tiende a aumentar los márgenes de intermediación de los bancos, a la vez que induce a formas de desintermediación financiera (véase Cuadro 5). En efecto, los altos márgenes entre las tasas de interés activas y pasivas tienden a propiciar los prés-

tamos directos entre agentes superavitarios y deficitarios, sin recurrir a los mecanismos de intermediación tradicional. Además ello invita a nuevos agentes informales a participar, quienes al no estar sujetos a regulaciones, entran a operar con menores márgenes.

CUADRO 5
Margen entre la tasa de interés activa y la pasiva*

Fin de	Puntos porcentuales
1986 I	9.5
II	9.5
1987 I	10.6
II	10.0
1988 Enero	9.7
Febrero	9.3
Marzo	9.1
Abril	8.8
Mayo	9.0
Junio	8.8
Julio	8.9
Agosto	10.0

* Margen = Tasa de colocación — tasa de captación
Fuente: Superintendencia Bancaria

En estas condiciones, las circunstancias del mercado resultaban compatibles con una reducción de las tasas de interés nominales, debido a la desaceleración del ritmo inflacionario observado desde agosto. La autoridad monetaria, con el ánimo de acelerar el proceso de ajuste, evitar traumatismos a las empresas y los bancos, y ganar espacio en el logro de las metas macroeconómicas establecidas para el año, decidió fijar, *temporalmente*, un tope máximo a dichas tasas. Con la reducción en esta forma de las tasas de interés, se tenderá a generar un aumento en la demanda por saldos monetarios que resulta compatible con la oferta adicional inducida por la reducción de encajes.

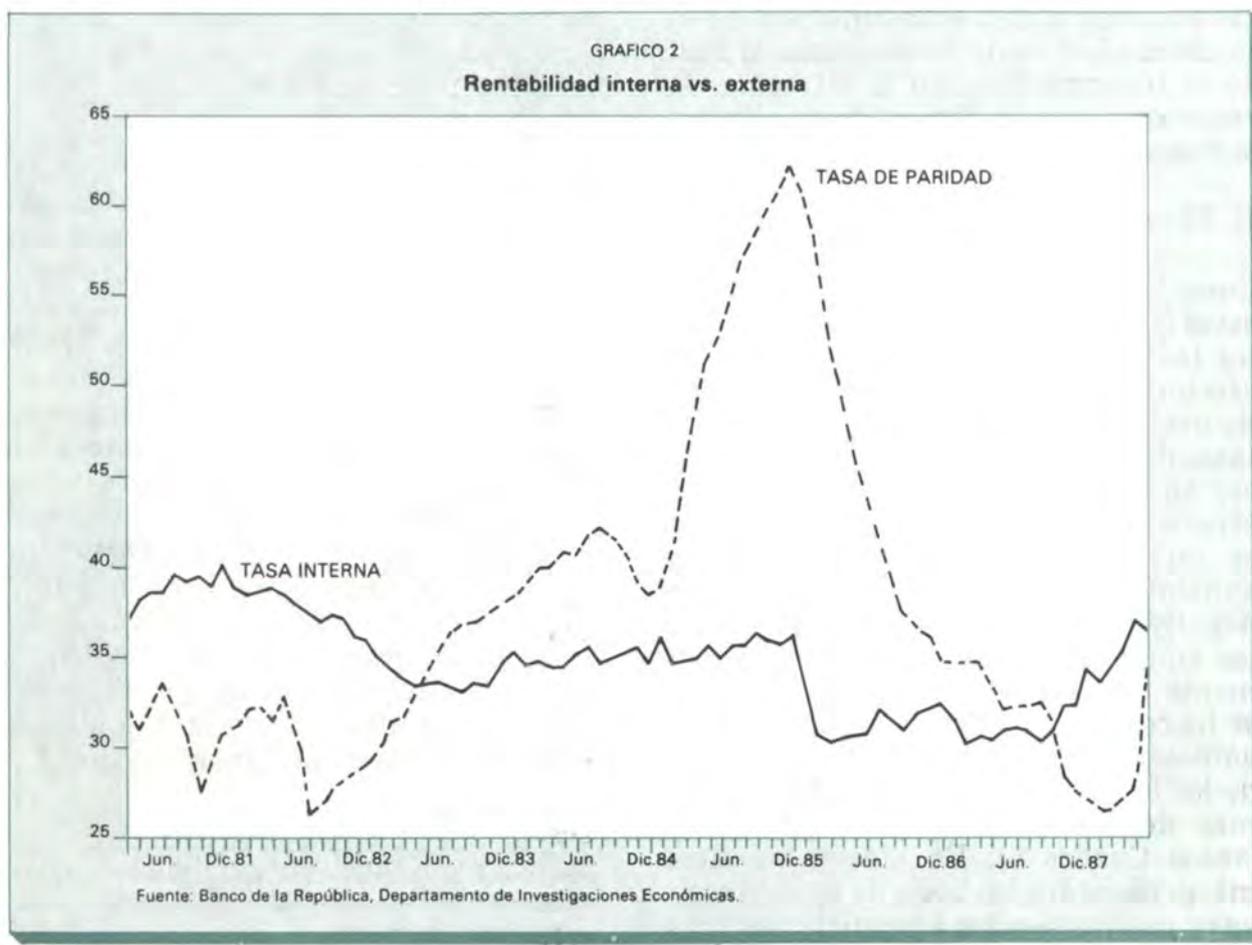
(5) La inflación afecta el flujo de caja de un deudor, al reducir el promedio real de maduración del crédito. Ello ocurre porque el componente inflacionario de la tasa nominal de interés es elevado en situaciones inflacionarias.

En enero de 1986, ante una coyuntura algo diferente a la actual, la autoridad estimó, acertadamente según lo ha comprobado ampliamente la experiencia posterior, que era conveniente imponer un control transitorio a las tasas de interés (véase Notas Editoriales de enero de 1986). En esta época el tope fijado a la tasa de interés, resultó ser compatible con los niveles observados después de su liberación.

Como podrá comprenderse, a partir de los planteamientos anteriores, la medida actual de control de las tasas de interés no pretende substituir al mercado en su papel de asignador de aquellos recursos de ahorro en que su función es eficiente. Lo que se busca es anticipar unas señales que el mismo mercado habría producido, pero en un plazo más prolongado. Es importante resaltar entonces que la intervención actual es temporal y ya probó ser eficaz durante 1986, si bien las condiciones macroeconómicas hoy no son tan

favorables como en aquel entonces. Como el único propósito es el de propiciar el ajuste del mercado, resultaría inapropiado extender la vigencia en el control de la tasa más allá del tiempo necesario para que los agentes acomoden sus decisiones a la nueva coyuntura.

La autoridad es consciente de las serias distorsiones que podrían generarse para el buen desempeño macroeconómico, de una política que arbitrariamente y sin consultar las tendencias del mercado, redujera las tasas de interés a niveles insostenibles. De una parte, se produciría un proceso de desintermediación financiera con graves consecuencias tanto para la generación de ahorro interno como para la asignación eficiente de recursos, con alto contenido de riesgo. De otra, podrían dar pie a movimientos especulativos, perturbadores del buen desempeño cambiario que ha tenido la economía, como se explica en seguida.



Como puede apreciarse en el Gráfico 2 y en el Cuadro 6, esta última posibilidad no es preocupante en la coyuntura actual. Los menores ritmos de devaluación que han sido necesarios para mantener la competitividad de las exportaciones en los últimos años y la disminución de las tasas de interés externas que se había venido acentuando desde 1986, han permitido mantener un nivel de rentabilidad interna superior a la tasa de interés externa más la devaluación. Si bien dicha diferencia se ha venido reduciendo en los últimos meses, puede predecirse que la estabilización del proceso inflacionario constituye un marco apropiado para asegurar la competitividad de nuestras exportaciones.

CUADRO 6
Rentabilidad interna vs. externa
(Porcentajes)

	Tasa de paridad (1)	Tasa de interés CDT (2)
1981 II	30.6	38.8
1982 I	31.5	38.7
II	27.8	36.9
1983 I	31.3	34.1
II	36.5	33.3
1984 I	39.5	34.5
II	40.5	34.9
1985 I	45.9	34.9
II	58.4	35.7
1986 I	52.1	30.8
II	37.4	31.6
1987 I	33.4	30.6
II	29.6	31.6
1988 Enero	26.2	33.4
Febrero	26.4	34.3
Marzo	27.0	35.3
Abril	27.9	36.8
Mayo	30.7	36.2
Junio	31.2	36.5
Julio	32.1	37.2

(1) Tasa de paridad = $\left(1 + \frac{\text{devaluación}}{\text{año completo}}\right) \left(1 + \frac{\text{Tasa Treasury Bill}}{\text{año completo}}\right) - 1$

(2) Corresponde a la tasa de interés de los CDT de bancos y corporaciones financieras a 90 días. Datos a fin de mes y promedios semestrales de datos a fin de mes

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

La liberación de recursos del encaje conjuntamente con la estabilidad de las tasas

de interés, permitirá la generación de liquidez al interior del sistema financiero, que facilite su crecimiento y el saneamiento y la expansión de su cartera. En esta forma, se abre campo al desarrollo de un sistema financiero acorde con las necesidades del crecimiento económico del país.

Tanto las medidas de reducción del encaje como las de control a las tasas de interés han estado acompañadas por una disminución en las operaciones del Banco de la República en el mercado abierto. Ello contribuye a la expansión buscada de la liquidez y a facilitar el cumplimiento de los objetivos en materia de tasas de interés.

Resumen y conclusiones

1. Durante el último trimestre de 1987 los agregados monetarios experimentaron un muy rápido crecimiento, como consecuencia del comportamiento de las entidades financieras del sector eléctrico, cuyas repercusiones sobre el FODEX ampliaron de manera significativa la base monetaria. Al resultado monetario contribuyó también de manera decisiva un acelerado e inesperado aumento de las reservas internacionales en las postrimerías del año.

2. Las presiones monetarias y fiscales tuvieron un impacto expansivo sobre la demanda agregada desde finales de 1987. Ello a su vez contribuyó a acelerar el ritmo de inflación, de niveles del orden del 22% a mediados del año pasado, a cerca del 30% hacia mediados del presente.

3. La rápida expansión de los principales agregados monetarios dio lugar a un marcado crecimiento del crédito bancario desde finales de 1986. Esta era una señal de que se podía avectar un posible "recalentamiento" económico. Frente a tal eventualidad, inducida por los factores señalados en los numerales anteriores, resultaba indispensable ejercer una fuerza moderadora sobre la expansión monetaria y crediticia durante 1988. Con este objetivo en mente, las autoridades

obraron restringiendo la expansión monetaria a través de la elevación de encajes sobre los depósitos oficiales, a la vez que intervinieron activamente en la captación de recursos en el mercado abierto.

4. Las medidas monetarias restrictivas comenzaron a operar de manera efectiva a lo largo del primer semestre del presente año, en forma tal que a comienzos de julio la oferta monetaria se estaba moviendo dentro de la trayectoria prevista en el Programa Macroeconómico.

5. Desde mediados de 1986 se comenzó a observar una tendencia alcista continua en las tasas de interés. Este fenómeno se acentúa a comienzos de 1988 debido a los esfuerzos de moderación monetaria, a la inesperada salida de efectivo de los bancos y como consecuencia, sobre todo, de las expectativas generadas por la tasa de inflación creciente.

6. A mediados del año en curso la situación monetaria se encontraba razonablemente controlada, pero la inflación mantenía su dinámica debido al comportamiento errático de los precios de los alimentos. En consecuencia, las tasas de interés mantenían su tendencia ascendente.

7. La lenta ejecución fiscal, aunada a los recaudos tributarios superiores a los previstos, se manifestó en la segunda parte del año como un elemento contraccionista inesperado sobre la base monetaria. En consecuencia la oferta monetaria no creció a partir de junio en la proporción que las autoridades esperaban. A este resultado contribuyó también la demora en el desembolso de los créditos externos y por ello se produjo un descenso en las reservas internacionales, algo superior al previsto

8. Frente a la incertidumbre acerca de la permanencia de los factores contraccionistas, el Banco de la República buscó mantener los niveles de liquidez mediante la compra transitoria de Títulos de Crédito de Fomento y de Títulos de Crédito Agropecuario. Más que para este fin, el mecanismo de los "Repos" había sido diseñado para suavizar las oscilaciones de corto plazo de la

oferta monetaria. Por lo tanto su utilización para mantener la liquidez no podía, ni convenía, realizarse de manera indefinida.

9. Una vez constatada la permanencia de los fenómenos contraccionistas imperantes, las autoridades optaron por expandir la oferta monetaria a través de reducciones en el encaje y de menores captaciones a través de los títulos del Banco de la República en el mercado abierto.

10. Las reducciones de encaje fueron de dos tipos. Una permanente, consistente en la reducción por tiempo indefinido de dos puntos del porcentaje vigente sobre los depósitos a la vista y antes de 30 días. El segundo consistió en una baja temporal de los mismos con el propósito de adelantar a septiembre parte de la liquidez que se prevé habría de entrar en diciembre.

11. Aunque la inflación mostró tendencias crecientes a lo largo de los siete primeros meses del año, la situación comienza a revertirse en agosto. A este resultado, asociado en parte con la salida de las cosechas de productos alimenticios, contribuyó también la moderación del crecimiento monetario en el primer semestre del año.

12. Bajo el convencimiento de que las altas tasas de interés eran en parte resultado de expectativas inflacionarias, y teniendo en cuenta que la modificación de éstas especialmente hacia la baja, es extremadamente lenta, las autoridades optaron por controlar administrativamente las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero institucional, cuando tuvieron una seguridad razonable de que la economía había entrado en una fase descendente del ciclo inflacionario.

13. Los controles de las tasas de interés tienen un carácter *temporal*, y buscan simplemente acelerar un proceso que, en la medida en que las variables evolucionen como está previsto, habría producido el mercado en un plazo de tiempo más largo. Con el propósito de coadyuvar a este proceso, el Banco de la República ha restringido temporalmente su participación activa en el mercado abierto.