

Los problemas monetarios del mes de mayo

Introducción

Para la política económica del Gobierno el control de la inflación constituye la principal prioridad. La tendencia general de los precios es objeto de una profunda preocupación, que se ha traducido en el mayor esfuerzo realizado en cualquier época para conseguir su reducción. Resolver el problema de la inflación permitirá que el proceso de liberación comercial se fortalezca y la apertura genere rápidamente sus beneficios. Así mismo, la política global busca que las reformas estructurales puestas en vigencia rindan todos sus beneficios, para lo cual se requiere armonizar su aplicación con los esfuerzos por estabilizar la economía.

En desarrollo de estos objetivos, las autoridades han aplicado un programa monetario restrictivo que regula el crecimiento tanto de la oferta monetaria como del crédito. Este se fundamenta en la implantación de instrumentos tales como el encaje marginal y una muy activa participación del Banco de la República en el mercado de dinero vía la colocación de títulos de operaciones de mercado abierto OMA.

Adicionalmente, en el presente año la política monetaria ha estado acompañada de decisiones importantes como fueron la supresión del acceso a crédito transitorio del Banco de la República al Gobierno Nacional (Ley 51 de 1990); la eliminación del depósito previo a las importaciones; la aceleración de pagos al exterior por concepto de importaciones (Resolución 81 de 1989 de la Junta Monetaria); y la supresión del certificado de cambio para el reintegro de servicios. Así mismo, en el frente cambia-

rio, en desarrollo de la Ley 9 de este año, se introdujo libertad para la tenencia de divisas provenientes de servicios (Resolución 4 de 1990 de la Junta Monetaria), y se eliminó así su obligatoria convertibilidad a pesos.

Durante los primeros cuatro meses del año, la evolución de los medios de pago estuvo dentro de los límites impuestos por la programación monetaria, o sea entre 22.0% y 25.0% de crecimiento anual. Sin embargo, a partir de la primera semana del mes de mayo se comenzó a observar una preocupante aceleración de la tasa de crecimiento de esta variable llegando a presentar niveles del 30% y 32%, fenómeno que estuvo acompañado de un acelerado crecimiento del dinero primario. La principal fuente de expansión fue claramente la acumulación de las reservas internacionales, como se verá en detalle más adelante.

Las presentes Notas analizan las causas que generaron el elevado crecimiento de los medios de pago en el mes de mayo y explican las fuentes de creación de dinero, frente a los presupuestos contemplados originalmente por la Junta Monetaria, así como las limitaciones que enfrenta la política monetaria debido a la presencia de algunos desbalances como por ejemplo el que resulta del diferencial entre las tasas internas y externas de interés.

I. Evolución de los agregados monetarios

En razón de la preocupante aceleración que mostraron los precios durante 1990, la dirección del manejo económico se ha concentrado en la

ejecución de una política monetaria restrictiva; un limitado crecimiento de los medios de pago se considera como un paso esencial a la obtención de menores ritmos de inflación. Son muchas las decisiones adoptadas con oportunidad para el logro de este propósito: en primer lugar se mantuvo una activa participación del Banco en el mercado monetario, para esterilizar los excesos de base monetaria. En segundo término, en noviembre de 1990 se incrementó transitoriamente el encaje monetario del sistema financiero¹, instrumento al que se había evitado acudir para no introducir factores de sobrecosto a los establecimientos de crédito. En tercer lugar y dado que la mayor fuente de expansión primaria provenía de la acumulación de reservas internacionales, se agilizaron los pagos al exterior al hacer efectivos los plazos de giro estipulados en los contratos de importación², medida que se complementó con una esterilización temporal de los ingresos por servicios, vía el mecanismo de los certificados de cambio³.

Los datos de fin de año en materia monetaria, sin embargo, fueron algo superiores a las metas deseadas (24.4% de crecimiento observado en M1 contra 22.5% programado) y en el dato promedio para el año mostraron una tasa de 27.1%; estos resultados llevaron a las autoridades a actuar con la máxima rigurosidad. Fue así como, además de regular los medios de pago, se decidió también controlar el crédito del sector financiero, para lo cual se estableció el encaje marginal del 100% aplicable para todos los depósitos en establecimientos de crédito, con excepción de aquellos en las corporaciones de ahorro y vivienda. Como era de esperarse, los instrumentos empleados ejercieron presión al alza sobre las tasas de interés domésticas, ampliándose así los márgenes entre las tasas externas e internas. Este diferencial venía aumentando en razón a que tanto las tasas de interés en los Estados Unidos como la tasa de devaluación –peso/dólar– mostraban tendencia descendente a lo largo del presente año. La existencia de un margen amplio de tasas induce

la generación de flujos de capital de fuera hacia el país, que a la postre reducen la efectividad de la política monetaria.

Los medios de pago

En el transcurso de los primeros cinco meses del presente año, la evolución de los medios de pago tuvo dos fases con comportamientos distintos, no obstante que la aplicación de los instrumentos de control fue igualmente activa. La primera cubre cuatro meses, hasta abril, y se caracteriza por un grado de control satisfactorio pues, según se observa en el cuadro 1, al finalizar el primer trimestre la tasa anual de crecimiento se acercaba a la programación monetaria prevista por las autoridades, con un nivel de 24.8% para el promedio móvil de las últimas cuatro semanas (25.0% para fin de mes), tasa que se mantuvo también durante el mes de abril permitiendo que el saldo de medios de pago se situara dentro de los límites fijados por las autoridades (véase gráfico 1). La segunda ocurre a lo largo del mes de mayo, cuando se generó una importante aceleración en el crecimiento de M1, llegando a mostrar tasas anuales, para el promedio de cuatro semanas, de 30.7% (30.4% a fin de mayo), cifra superior a la meta establecida del 25.0% para dicho mes.

Lo ocurrido en mayo, visto desde el ángulo de los componentes tradicionales de M1, los depósitos en cuenta corriente y el efectivo, se explica fundamentalmente por la rápida expansión de una parte de los depósitos en cuenta corriente, aquellos de origen oficial, los cuales pasan de una tasa anual del 18.3% al finalizar abril, a

¹ Se elevó en un punto el encaje sobre todas las exigibilidades de los establecimientos de crédito: bancos comerciales, cajas de ahorro, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial, y organismos cooperativos de grado superior de carácter financiero. Resolución 67 de 1990 de la Junta Monetaria.

² Resolución 81 de 1990 de la Junta Monetaria.

³ Resolución 66 de 1990 de la Junta Monetaria.

CUADRO 1

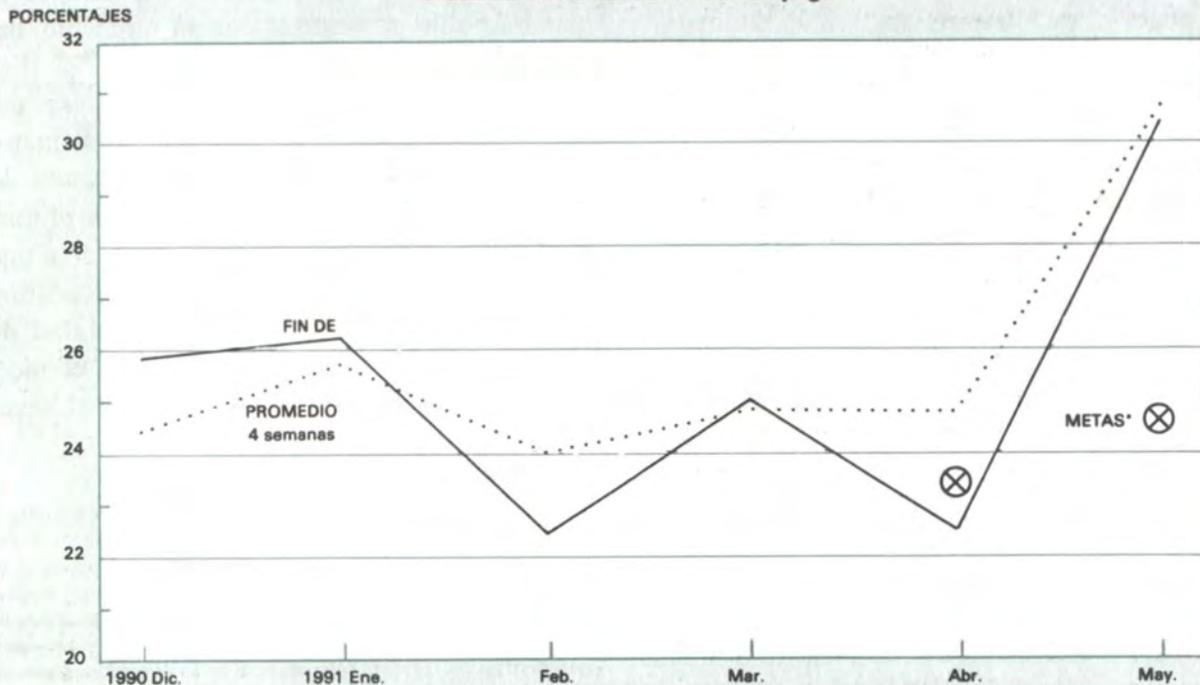
Medios de pago

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de	Medios de pago (M1)							
	Total		Promedios diarios		Promedios 4 semanas		Promedios 13 semanas	
	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual
1989 Diciembre	1.702.105		1.719.374		1.662.060		1.457.033	
1990 Marzo	1.581.020	27.8	1.563.655		1.556.409	26.7	1.563.142	26.8
Abril	1.634.810	30.8	1.604.595		1.603.843	31.0	1.572.195	27.9
Mayo	1.620.518	25.9	1.620.115		1.598.493	25.9	1.589.911	27.9
Diciembre	2.140.965	25.8	2.171.751	26.3	2.067.806	24.4	1.856.094	27.4
1990 Marzo	1.976.074	25.0	1.989.266	27.2	1.942.581	24.8	1.955.242	25.1
Abril	2.004.026	22.6	1.984.229	23.7	2.001.771	24.8	1.960.094	24.7
Mayo	2.112.443	30.4	2.087.002	28.8	2.089.807	30.7	2.017.342	26.9

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

GRAFICO 1
Crecimiento anual de medios de pago



* Corresponde a las metas de asesores de la Junta Monetaria.

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

CUADRO 2
Componentes de los medios de pago
(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de:	Cuentas corrientes							
	Total		Oficiales		Particulares		Efectivo	
	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual
1989 Diciembre	1,052,009		352,358		699,651		646,718	
1990 Marzo	1,079,719	27.4	371,696	50.0	708,023	18.0	496,881	29.0
Abril	1,135,197	33.6	393,040	43.1	742,157	29.1	495,641	24.7
Mayo	1,084,429	24.7	354,760	28.9	729,669	22.7	532,012	28.5
Diciembre	1,305,183	24.1	424,999	20.6	880,184	25.8	830,651	28.4
1990 Marzo	1,315,245	21.8	430,288	15.8	884,957	25.0	655,413	31.9
Abril	1,381,351	21.7	464,912	18.3	916,439	23.5	614,726	24.0
Mayo	1,437,716	32.6	523,908	47.7	913,808	25.2	665,757	25.1

Fuente: Informes semanales consolidados de los bancos comerciales.

una del 47.7% al término del mes de mayo (véase cuadro 2). Por su parte, los depósitos de particulares y el efectivo en poder del público, tienen una moderada elevación al pasar de 23.5% a 25.2% y del 24.0% al 25.1% respectivamente. En términos absolutos, los depósitos oficiales crecen en el mes de mayo \$ 59.000 millones, mientras los de los particulares, en igual período, se reducen en \$ 2.600 millones, al tiempo que la demanda por efectivo aumenta en \$ 51.000 millones.

Es importante profundizar un poco sobre las causas del considerable aumento de los depósitos oficiales. Encontramos que están íntimamente vinculados con los pagos de la Tesorería General, la cual hasta el mes de abril venía acumulando atrasos en sus desembolsos (cerca de \$ 80.000 millones) y procedió a actualizarlos en los primeros días de mayo. En efecto, la Tesorería en la primera semana del mes pagó \$ 97.500 millones, hecho que tiene como primer efecto un incremento en las cuentas corrientes de las entidades receptoras de los giros. Sin embargo, la Tesorería financió la mayoría de estos pagos anticipando ingresos futuros, gracias a la captación de recursos de corto plazo en el mercado monetario, lo que le permitió mantener estables sus disponibilidades en el Banco de la República y no causar efecto monetario por este concepto.

Las cuentas corrientes privadas también presentan cambios importantes en su patrón esta-

dístico en el presente año, debido a la vigencia del encaje marginal y al efecto del calendario tributario. Si bien hubo coincidencia en las fechas del cronograma de pago de impuestos en 1990 y 1991, de manera que los traslados de fondos de los bancos a la cuenta de Tesorería en el Banco de la República no alteran la comparabilidad de las cifras, sí se registró un cambio importante que afectó la liquidez. En efecto, mientras en 1990 el sistema financiero estaba en capacidad de financiar, al menos parcial y transitoriamente, el pago de los impuestos, y con ello permitía que parte del efecto del recaudo tributario sobre la liquidez de la economía sólo se realizara en el momento del traslado de los fondos a la Tesorería (22 días después del recaudo), en 1991, a causa del encaje marginal, los bancos no otorgaron financiación para este propósito y el recaudo lo constituyeron los contribuyentes con su propia liquidez, lo que en un principio da lugar a una sustitución de cuentas corrientes por depósitos fiduciarios y por ende una menor cantidad de medios de pago y base monetaria en el momento del recaudo y no, como en 1990 al hacer el traslado a la Tesorería⁴.

⁴ Estos resultados ponen de presente la importancia de que las autoridades monetarias cuenten con una programación de pagos de la Tesorería de alto grado de confiabilidad, de forma tal que se puedan anticipar adecuadamente las novedades que inducen el crecimiento de los medios de pago, máxime cuando los flujos de ingresos y pagos de dicha entidad son el fenómeno de mayor importancia sobre los movimientos de la liquidez en la economía. A manera de ejemplo, podemos mencionar el hecho de que los ingresos de la Tesorería para el mes de mayo de 1991 alcanzaron \$ 383.000 millones (30% de la base monetaria), mientras sus pagos fueron \$ 362.000 millones (28% de la base monetaria).

Teniendo en cuenta lo anterior, es importante anotar que las cifras monetarias correspondientes al mes de mayo están afectadas por factores de tipo estadístico, pues el crecimiento de los medios de pago se ve distorsionado debido a la evolución de esta variable el año anterior, cuando registró una reducción del saldo entre los meses de abril y mayo (\$ 14.600 millones, -0.9%) fenómeno que se corrige introduciendo un ajuste de tipo estacional a las series.

La base monetaria

Tradicionalmente se ha entendido la base monetaria como la suma de los billetes y monedas en poder del público (circulante) más la reserva monetaria del sistema bancario (encaje); estos son los conocidos usos de la base. La implantación del encaje marginal remunerado por medio de suscripción de títulos del Banco de la República hace surgir la duda de su clasificación como reserva monetaria. Con el propósito de mantener la homogeneidad de las series monetarias, al encaje marginal sobre las cuentas corrientes se le dio el tratamiento de reserva bancaria y por lo tanto pasó a formar parte integral de la base monetaria⁵; siguiendo esta metodología la base debería presentar una evolución completamente determinada por los cambios en las cuentas corrientes más la demanda por efectivo.

El encaje marginal produce siempre el efecto de reducir el multiplicador monetario y en esa forma genera un volumen de medios de pago inferior al potencial sino se utiliza este instrumento. En presencia exclusiva del encaje ordinario (fraccionario) todo incremento de las cuentas corrientes se traduce en un aumento proporcional de la reserva bancaria, mientras con el encaje marginal del 100%, el mismo incremento de los depósitos en cuenta corriente determina un aumento en términos absolutos igual en la reserva. Por ello la relación reserva a depósitos crece cuando éstos aumentan, lo que significa que para un nivel de medios de pago

creciente se requiere un mayor nivel de base monetaria.

Lo anterior sugiere que una variación positiva de los medios de pago, como la ocurrida en el mes de mayo, suele estar acompañada de un aumento igual de la base monetaria. Sin embargo, al finalizar dicho mes la base ascendía a \$ 1.256.4 miles de millones con crecimiento anual de 27.5% y mensual de sólo (6.2%) \$ 72.900 millones (véase cuadro 3), cuando los medios de pago crecieron cerca de \$ 108.000 millones. La razón de la diferencia, entre estas dos variables, se explica por el sistema de cómputo del encaje, cuyas cuantías requeridas y presentadas se calculan con base en promedios semanales, complementados con el mecanismo de "carry-over". Por ello, pueden ocurrir cambios importantes en los saldos diarios de la reserva bancaria, sin que se dé una contrapartida igual en los movimientos de las cuentas corrientes, tal como sucedió al finalizar mayo.

Veamos ahora lo sucedido ya no en materia de utilización de la base, sino en cuanto a los elementos que la generan o sea las fuentes. Los efectos expansionistas sobre los orígenes de la base monetaria a lo largo del año provienen, como se puede apreciar en el cuadro 4, de varios factores: en primera medida, las reservas internacionales, cuyo crecimiento en el período que analizamos fue de US\$ 405 millones, resultó muy superior a la cifra presupuestada originalmente en la programación monetaria (US\$ 50 millones o \$ 220.000 millones; 15.9% de la base a fin de 1990). Aquí debemos resaltar que una acumulación de reservas internacionales como la presentada en mayo, US\$ 299.6 millones, proveniente de la cuenta corriente, no tiene antecedentes, por lo menos en la historia reciente del país (últimos 30 años).

⁵ Las cifras preliminares publicadas hasta la fecha en distintos informes preparados por el Banco de la República no incluyen esta nueva definición de la base monetaria, la cual fue acogida a partir del mes de mayo. Por esta razón las cifras que se mencionan en las presentes Notas difieren de datos difundidos con anterioridad.

CUADRO 3

Base monetaria

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de	Base monetaria					
	Total		Promedios 4 semanas		Promedios 13 semanas	
	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual
1989 Diciembre	1,126.338		1,042.579		881.099	
1990 Marzo	967.083	30.5	945.002	29.2	944.762	28.0
Abril	947.896	23.7	960.996	31.6	944.882	29.2
Mayo	995.539	31.5	969.687	28.6	961.285	30.1
Diciembre	1,388.812	23.3	1,305.145	25.2	1,127.880	28.0
1990 Marzo	1,164.173	20.4	1,112.106	17.7	1,156.915	22.5
Abril	1,183.469	24.9	1,213.058	26.2	1,154.558	22.2
Mayo	1,256.358	27.5	1,291.014	33.1	1,205.405	25.4

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

CUADRO 4

Origen de la base monetaria

(Miles de millones de pesos)

	Dic/90	Abril/91	Mayo/91	Variación	
				Mensual abril-mayo	Año corrido dic-mayo
Base monetaria	1.388.8	1.183.5	1.256.4	72.9	(132.4)
Reservas internacionales netas	2.333.9	2.550.1	2.800.4	250.3	466.5
Efecto cantidad				197.8	230.3
Efecto precio				52.5	236.2
Crédito interno neto	(420.6)	(758.5)	(923.7)	(165.2)	(503.1)
Crédito neto a Tesorería	180.0	294.6	222.3	(72.3)	42.3
Crédito neto a Resto Sector Público	(104.4)	(108.6)	(175.3)	(66.7)	(70.9)
Crédito neto Sistema Financiero	(57.7)	(336.0)	(355.2)	(19.2)	(297.5)
Crédito neto Sistema Bancario	(104.1)	(314.9)	(277.3)	37.6	(173.2)
Depósitos previos	157.7	1.3	1.1	(0.2)	(156.6)
Crédito neto Corfinancieras	97.9	132.2	128.8	(3.4)	30.9
Crédito neto a las CAV	(64.3)	(190.6)	(225.9)	(35.3)	(161.6)
Neto Favi	(64.3)	(93.8)	(127.5)	(33.7)	(63.2)
Títulos de participación	0.0	96.8	98.4	1.6	98.4
Crédito neto a otros intermediarios	12.8	37.3	19.2	(18.1)	6.4
Pasivos sector privado	349.1	518.0	548.6	30.6	199.5
Certificados de cambio	60.7	27.3	26.3	(1.0)	(34.4)
Títulos de participación	188.4	373.4	475.3	101.9	286.9
Títulos canjeables	99.9	117.2	47.0	(70.2)	(52.9)
Otros activos netos	(89.4)	(90.5)	(66.9)	23.6	22.5
Obligaciones Exter. Largo plazo	315.2	350.6	356.2	5.6	41.0
Cuenta especial de cambios	238.1	287.7	295.0	7.3	56.9
Moneda tesorería en circulación	28.8	30.2	30.9	0.7	2.1

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

El segundo componente importante lo constituyen los depósitos previos, cuyo desmonte significó una expansión cercana a los \$ 156.000 millones; le siguen luego los certificados de cambio, los cuales se redujeron de US\$ 117.1 millones a comienzos del año a sólo US\$ 52.4 millones al finalizar mayo (\$ 31.000 millones); el crédito neto del FAVI a las corporaciones de ahorro y vivienda que se elevó en cerca de \$ 100.000 millones durante los meses de abril y mayo, en virtud del Decreto 490 de 1991 y la Resolución 16 de 1991 de la Junta Monetaria que autorizaron a las CAV a mantener sus excesos de liquidez en papeles de deuda pública o del Banco de la República, adquiridos libremente en el mercado primario o secundario; este último efecto se compensó obviamente con la suscripción por parte de las CAV de \$ 98.400 millones en títulos de participación. En cuanto al crédito neto al Gobierno Nacional, se debe mencionar que su efecto expansionista tiene carácter estacional y se explica fundamentalmente por la caída de las disponibilidades de la Tesorería en el Banco de la República, aunque su magnitud, cerca de \$ 42.000 millones, resulta inferior a la de años anteriores en virtud de la suspensión del uso de crédito transitorio del Banco, establecida por la Ley 51 de 1990 y sustituida por la emisión de papeles de corto plazo de la Tesorería⁶.

Por su parte, las OMA como elemento fundamental de contracción esterilizaron en los primeros cinco meses \$ 538.000 millones adicionales, lo que equivale a un 38.8% de la base monetaria de finales de 1990. Este instrumento constituye de hecho el elemento contraccionista más importante, junto con el encaje marginal sobre las exigibilidades diferentes a las cuentas corrientes⁷, cuyo saldo al finalizar mayo se situaba alrededor de \$ 245.000 millones. Con el objeto de ilustrar en forma más detallada los principales factores de expansión y contracción, a continuación se describen la evolución de las reservas internacionales y las operaciones de mercado abierto, con lo cual se puede apreciar

la dimensión del reto que debieron enfrentar las autoridades para tratar de controlar los agregados monetarios y por lo tanto el esfuerzo realizado por el Banco de la República en la colocación de las OMA.

Reservas internacionales

Para finales de mayo las reservas internacionales netas ascendieron a US\$ 4.904.8 millones, con incremento de US\$ 403.6 millones durante lo corrido del año (\$ 209.000 millones). Esta variación se originó en la cuenta corriente de la balanza cambiaria, la cual fue superavitaria en US\$ 930.2 millones, en igual período, y fue compensada parcialmente por el déficit de US\$ 526.6 millones que se registró en la cuenta de capital. Los componentes que mostraron el mayor dinamismo fueron los ingresos por servicios y transferencias que aumentaron US\$ 725.1 millones, respecto a igual período del año anterior, y los reintegros por exportaciones no tradicionales que se elevaron en US\$ 407.9 millones, 44.4% anual.

En la programación monetaria de comienzos del año se estimaba para el primer trimestre del mismo una desacumulación de reservas de US\$ 36.6 millones, suma inferior en US\$ 68 millones a la que efectivamente registró la balanza cambiaria, una acumulación de US\$ 31.4 millones; tal desfase no era muy serio monetariamente y permitía el logro de las metas. Este panorama aparentemente positivo desde el punto de vista monetario se consolidó aún más cuando en abril se revisaron las proyecciones cambiarias, y se concluyó que para dicho mes y el de mayo habría una reducción en las reservas internacionales de US\$ 54 millones, pues se preveía que los ingresos por servicios y exportaciones no tradicionales perderían dinamismo.

⁶ En el transcurso del presente año se han emitido títulos de corto plazo, denominados Tesoros, por cerca de \$ 90.000 millones, los que facilitaron pagos en los meses de abril y mayo.

⁷ Corresponde al encaje marginal sobre los depósitos de ahorro, CDT, depósitos a término, depósitos fiduciarios (incluido el recaudo de impuestos) en los bancos comerciales, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y organismos cooperativos.

Sin embargo estas previsiones no se cumplieron. Las reservas internacionales a la postre resultaron superiores para estos dos meses, en cerca de US\$ 358.0 millones respecto de las esperadas. Hubo aumentos, por encima de lo estimado, provenientes de US\$ 183.9 millones en los ingresos por servicios y de US\$ 140.1 millones en las exportaciones no tradicionales

(véase cuadro 5), partidas que seguramente están vinculadas con la presencia de movimientos de capital, inducidos por las reformas estructurales que estimularon estos flujos de retorno (amnistía cambiaria y tributaria), y por la presencia de amplios diferenciales en las tasas de interés internas y externas, los cuales examinaremos más adelante.

CUADRO 5

Balanza cambiaria: Proyecciones y resultados

(Millones de US\$)

	I trimestre			Abril y mayo		
	Proy	Obs	Dif	Proy	Obs	Dif
Cuenta corriente	196.2	445.5	249.3	126.1	484.5	358.4
Exportaciones	1 391.4	1 441.6	50.2	981.0	1 137.9	156.9
Menores	665.6	720.2	54.6	458.1	598.2	140.1
Otras	725.8	721.4	-4.4	522.9	539.7	16.8
Importaciones	1 179.3	1 243.2	63.9	820.0	818.8	-1.2
Servicios	-15.9	247.1	263.0	-34.9	165.4	200.3
Ingresos	563.1	753.7	190.6	392.2	576.1	183.9
Egresos	579.0	506.6	-72.4	427.1	410.7	-16.4
Cuenta capital	-232.8	-414.1	-181.3	-180.3	-112.4	67.9
Variación reservas netas	-36.6	31.4	68.0	-54.2	372.1	426.3

Fuente: Banco de la República y Programación Monetaria I y II de 1991.

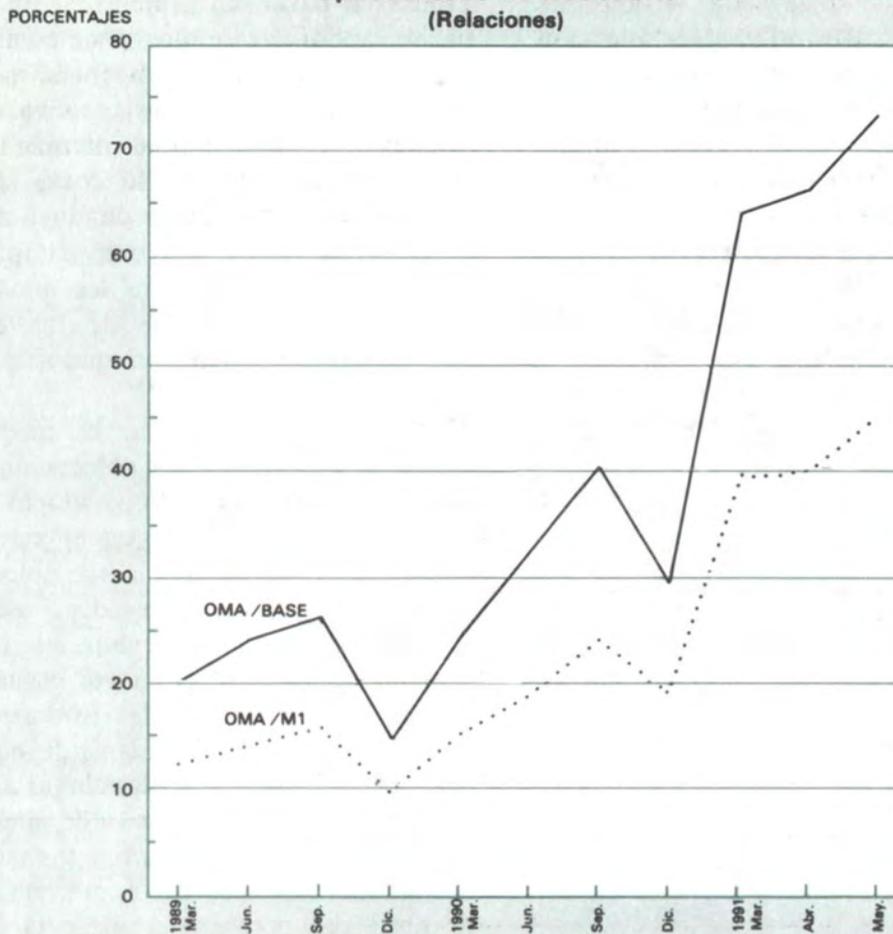
Operaciones de mercado abierto, OMA

El extraordinario crecimiento de fuentes de liquidez como las reservas internacionales y la eliminación de los depósitos previos determinaron que la intervención del Banco de la República en el mercado monetario presentara un particular dinamismo hasta alcanzar niveles insospechadamente elevados (véase gráfico 2). El Banco no ha escatimado esfuerzos para dar cumplimiento al programa monetario adoptado por la Junta Monetaria del cual se desprenden las metas monetarias y el requerimiento de OMA. Los saldos observados de títulos del Banco en circulación durante los cinco primeros meses del año (cuadro 6) superan las metas del programa monetario y al finalizar el mes de mayo, las OMA alcanzan un nivel de \$ 944.943

millones (véase cuadro 7), con incremento de \$ 538.237 millones en lo corrido del año, llegando a representar el 73.2% de la base monetaria; su incremento en el año equivale al 46.5% de la misma.

Las metas de OMA y su alcance para fines de programación monetaria merecen un comentario adicional. La Junta Monetaria ha previsto que éstas se entienden como indicativas y sujetas a ajuste inmediato cuando los datos monetarios indiquen la necesidad de mayor esterilización. Ello trae dificultades, pues dado que las metas monetarias no corresponden a un resultado puntual o diario, sino que deben entenderse como un objetivo promedio y estable, no se puede operar con un criterio de simple automatización. Por lo tanto no ha de suponerse que si

GRAFICO 2
Operaciones de mercado abierto
(Relaciones)



Fuente:
Banco de la República.

CUADRO 6
Banco de la República
Meta de OMA según asesores y niveles observados en 1991
(Millones de pesos)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo
Meta sugerida asesores					
Programa I		550.000	550.000	550.000	550.000
Programa II				775.577	775.577
Programa III					779.963
Nivel observado	573.189	671.415	775.507	796.744	945.034
Canjeables	65.802	55.475	50.609	99.456	87.714
Participación	507.387	615.940	724.898	697.288	857.320

Fuente: Programación monetaria I, II y III de la Junta Monetaria y Departamento de Investigaciones Económicas.

un dato puntual y no anticipable⁸ implica un aumento de la tasa de crecimiento de los medios de pago, ello debe originar una acción contraccionista inmediata, entre otras razones porque antes se requiere examinar la permanencia del fenómeno e indagar por la situación real de la liquidez. Ciertamente, debe existir un celoso seguimiento de los agregados monetarios y su evolución y tendencia deben servir de base a la intervención del Banco en el mercado de dinero, pero como las cifras puntuales de un día no son el mejor indicador, se debe enfatizar la importancia de contar con promedios que faciliten la identificación clara de las tendencias.

CUADRO 7
Operaciones de mercado abierto —OMA— (1)
(Millones de pesos y porcentajes)

	OMA		OMA/M1	OMA/Base
	Saldo	Var. % anual		
1989 Diciembre ...	161,105		9.5	14.3
1990 Marzo	237,287	59.0	15.0	24.5
Abril	298,971	110.0	18.3	31.5
Mayo	267,546	49.2	16.5	27.1
Diciembre ...	406,706	135.4	19.0	29.3
1991 Marzo	775,507	226.8	39.2	66.6
Abril	796,744	166.5	39.8	67.3
Mayo	944,943	253.2	44.7	75.2

(1) Incluye títulos de participación y títulos canjeables de la Resolución 66/86 de la Junta Monetaria.

Fuente: Banco de la República.

Así mismo, para que la intervención del Banco de la República sea oportuna y eficiente, éste debe contar con mecanismos eficaces para la colocación de los títulos. Al respecto conviene señalar que el Banco ha hecho avances importantes, pues en primer lugar, ha propendido por la ampliación del conjunto de agentes colocadores, invitando a participar no solamente a los corredores de bolsa y a los bancos sino también a las sociedades fiduciarias y, más recientemente (desde el 15 de marzo) a las corporaciones financieras. En la actualidad, el número y la variedad de agentes colocadores permiten garantizar un cubrimiento lo suficientemente

amplio del mercado financiero. En segundo término, a partir del primero de marzo de este año se modificó el esquema de comisiones que reconocía el Banco a los agentes, incorporando su valor a la rentabilidad efectiva con que se colocan los títulos, lo cual da más transparencia a la operación y a su costo efectivo. De igual manera, desde el 16 de mayo se introdujo el esquema de ofertas con cumplimiento el mismo día, lo que agiliza las transacciones y permite la esterilización de los excesos de liquidez en el momento en que se presentan.

En tercer lugar, el Banco ha modificado los esquemas de asignación y colocación de ofertas. Así, a comienzos del año se adoptó un sistema de "ofertas limpias", según el cual el Banco ofrecía una cuantía fija, a ser colocada en su totalidad entre los interesados, usando como criterio único de selección el rendimiento demandado, de menor a mayor, hasta completar el cupo. Sin embargo, las limitaciones en el tamaño del mercado rápidamente condujeron a que este procedimiento diera lugar a una elevación casi constante de la tasa de interés, incluso excediendo en algunos momentos las condiciones del mercado, hasta el punto que a mediados de abril fue necesario utilizar la cláusula de restricción a la colocación del monto ofrecido por el Banco, en razón de las elevadas tasas de interés demandadas. Con el propósito de corregir estas y otras fallas, a partir del 16 de mayo (circular DRM-103 del Banco de la República), se pasó a un sistema de cupo indicativo, mediante el cual la cuantía ofrecida por el Banco al mercado no es de forzoso cumplimiento, y los montos asignados se pueden variar dependiendo de las necesidades de contracción, pudiendo incluso ser mayores al indicativo.

Es esencial destacar que los diferentes ajustes del esquema de asignación de las OMA han permitido mayor efectividad en el esfuerzo de contracción por parte del Banco, pues como ya se ha mencionado, su saldo alcanzó niveles que

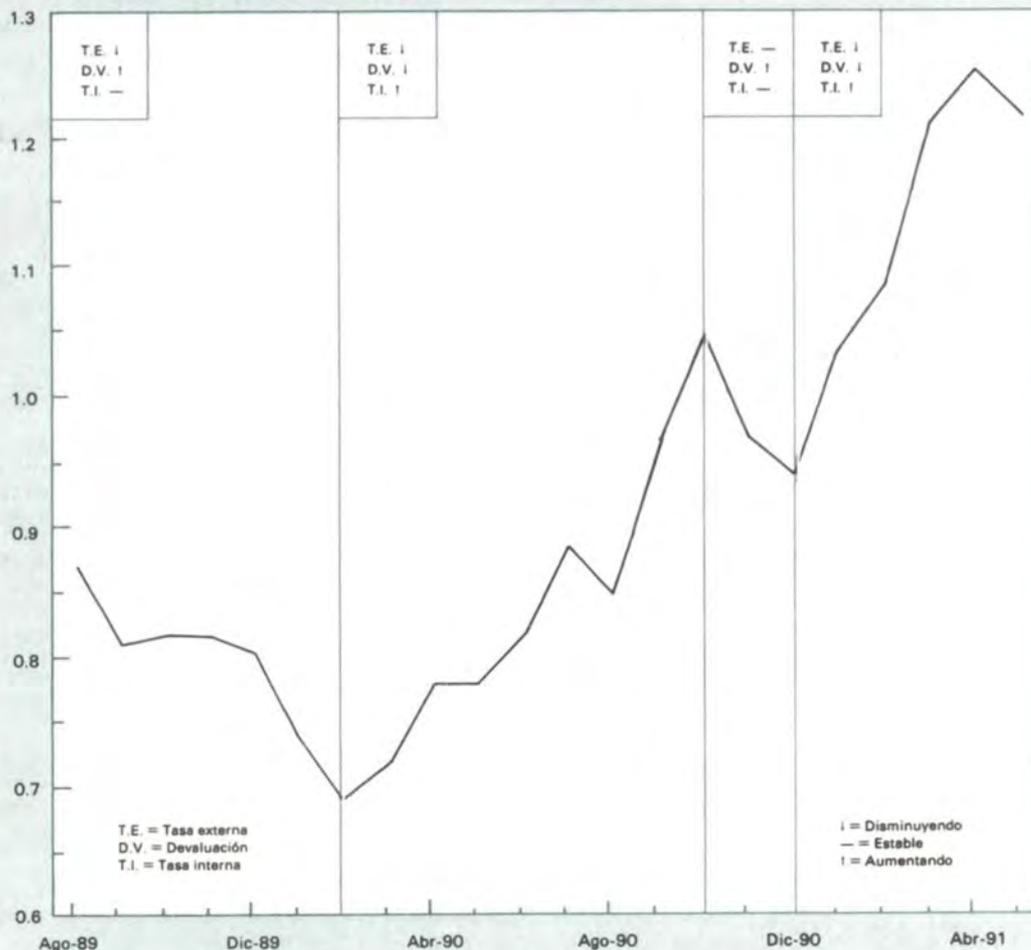
⁸ Generalmente correspondiente a un viernes, fin de semana y víspera de puente.

superaron los \$ 900.000 millones y las metas tentativas sugeridas por la Junta Monetaria; y en el mes de mayo su crecimiento alcanzó la cifra de \$ 148.900 millones.

Es importante comentar sobre este particular que la elevación de las tasas de interés ha tenido variados efectos no sólo por el costo implícito para la contracción monetaria, pues en las condiciones actuales el pago de los rendimientos constituye fuente de expansión, sino también por los efectos sobre el ingreso de capitales especulativos. Ciertamente, la activa

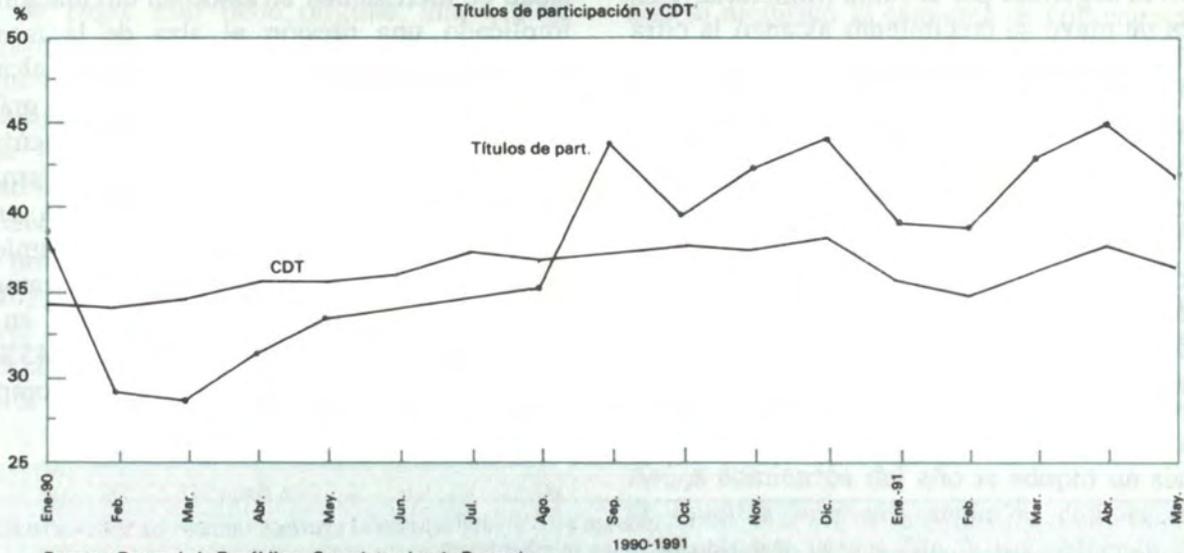
política de colocación de OMA, dada la necesidad de incrementar su saldo en circulación, ha implicado una presión al alza de la tasa de interés de los papeles del Banco, la cual alcanzó niveles del 45%, como se observa en el gráfico 4. Ello condujo, como ya lo hemos comentado, a un mayor diferencial entre las tasas internas y externas de interés. Según se aprecia en el cuadro 8, la DTF presentó el comportamiento estacional típico de comienzos de año, caracterizado por una reducción importante en las primeras semanas, cuando pasó de 38.45% al final de 1990 a 35.89% en enero. Tal compor-

GRAFICO 3
Relación entre las tasas interna
y externa de interés



TASA INTERNA = CDT Bancos y Corporaciones Financieras.
TASA EXTERNA = Libor 3 meses por devaluación del último mes anualizada.
Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas - Banco de la República.

GRAFICO 4
Tasa de interés efectiva anual
Títulos de participación y CDT



Fuentes: Banco de la República. Superintendencia Bancaria.

CUADRO 8
Tasas de interés efectivas

Año	Mes	Títulos de part. 90 días-oferta	Captación (1) CDT	Aceptaciones 90 días	Colocación (2)
1990	Enero	38.61	34.42		43.94
	Febrero	29.23	34.15		43.30
	Marzo	28.72	34.65		43.46
	Abril	31.50	35.76		44.37
	Mayo	33.57	35.76		44.41
	Junio	(—)	36.23		45.16
	Julio	(—)	37.59		46.09
	Agosto	35.47	37.11		46.37
	Septiembre	43.96	37.56		46.14
	Octubre	39.76	37.94		46.90
	Noviembre	42.57	37.67		46.45
	Diciembre	44.30	38.45		46.40
1991	Enero	39.30	35.89	38.40	47.19
	Febrero	39.07	34.98	41.02	46.00
	Marzo	43.20(3)	36.48	42.40	45.88
	Abril	45.18	37.99	42.22	47.30
	Mayo	41.96	36.69	38.02	47.64

(—) No se presentaron ofertas para plazos de 90 días.

(1) Promedio de captaciones de la tasa DTF.

(2) Corresponde a la tasa de colocación de la Superintendencia Bancaria.

(3) A partir de marzo de 1991, la tasa incluye la comisión.

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

tamiento se reversó rápidamente y a finales de marzo la tasa ya había alcanzado los niveles del último trimestre de 1990 (37.0%), a partir de los cuales crece moderadamente en abril hasta llegar a 37.99%, luego se reduce ligeramente en mayo.

Así, las tasas de interés en el mercado doméstico presentaron en los primeros meses una tendencia al alza, mientras las de interés de paridad mostraban un comportamiento bien diferente. Ello, en razón de la evolución hacia la baja de las tasas de interés en los mercados internacionales, y al menor ritmo de devaluación del peso frente al dólar. Estos movimientos de las tasas domésticas y las de paridad, condujeron a un incremento sustancial en los diferenciales de intereses internos y externos (véase gráfico 3), que bien pueden explicar el dinamismo de los reintegros de divisas por concepto de servicios, e incluso de parte de las exportaciones no tradicionales, que como se mencionó desbordaron las predicciones en cuantías muy significativas.

II. El encaje marginal, el crédito y M2

Como se afirma al comienzo de estas Notas, la política de control a la inflación tiene como uno de sus componentes la regulación al crédito del sector financiero; para este efecto se utilizó el encaje marginal del 100%. Su impacto principal radica en la esterilización de las nuevas captaciones del sistema financiero en el Banco de la República, y la congelación automática de los niveles de cartera ordinaria en las instituciones de crédito, con excepción de las CAV que, como se sabe, no están sujetas a dicho encaje. Un efecto no deseado de este instrumento de control a la expansión secundaria tiene que ver con el proceso de desintermediación financiera, producto del desincentivo para los intermediarios de captar más allá del nivel sobre el cual se aplica el encaje marginal y de la demanda de

crédito insatisfecha que necesariamente busca fuentes alternativas de financiación.

Con el propósito de reducir los efectos secundarios, en esta oportunidad y a diferencia del pasado, el encaje marginal se remuneró. En principio, era presumible que el sistema financiero mantuviera una labor más activa en las captaciones, cosa que no ocurrió, posiblemente por la tendencia al alza de las tasas de interés, pues en presencia del encaje marginal, el mayor costo de las nuevas captaciones no es compensado.

La evolución del encaje marginal sobre las exigibilidades diferentes a las cuentas corrientes, asciende al finalizar mayo a \$ 238.000 millones, de los cuales sólo \$ 17.770 millones corresponden a captaciones de CDT en los diferentes establecimientos de crédito, el resto, \$ 210.460 millones, pertenece a otras exigibilidades, cuyo principal componente es el servicio de recaudo de impuestos. Por ello, el marginal de este tipo de depósitos presenta fluctuaciones paralelas a la captación recaudo y traslado de impuestos, con las concentraciones propias del calendario tributario.

En resumen, el comportamiento del encaje marginal sobre recursos diferentes de las cuentas corrientes está determinado casi exclusivamente por el recaudo de impuestos, ya que los cuasidineros, diferentes a los depósitos en las CAV, muestran un marcado estancamiento a lo largo del presente año. En consecuencia, la oferta monetaria ampliada, M2, presenta un saldo de \$ 6.029 miles de millones (véase cuadro 9), con un crecimiento en lo que va corrido del año de \$ 433.5 miles de millones, el cual se explica en su totalidad por el aumento que registraron las captaciones de las CAV, que avanzan \$ 433.3 miles de millones en igual período.

Como se observa en el cuadro 10, el propósito de control del crédito ha tenido resultados y

tanto la cartera de los bancos comerciales como la del sector financiero en su conjunto señalan una desaceleración importante en lo que ha transcurrido de 1991. Así, la tasa anual del crecimiento de la cartera de los bancos (incluida la Caja Agraria) pasó del 25.1% en diciembre último a sólo el 13.9% al finalizar mayo. La cartera del sistema financiero⁹, que crecía a tasas del 30.5% al terminar 1990, reduce su ritmo de crecimiento al 21.6% a fin de mayo. En valores absolutos la cartera del sistema financiero asciende a \$ 5.278 miles de millones, con incremento de \$ 265 miles de millones de diciembre a mayo; de estos últimos el crecimiento de la cartera de las CAV representa un 67%, el de la cartera de los bancos comerciales el 12%, la variación de la cartera de corporaciones financieras (sin incluir la FEN) significa otro 12%, y el avance de la cartera de las compañías de financiamiento comercial el 9%.

Los resultados en materia de crédito concuerdan con lo esperado. Sin embargo, debemos recordar que en presencia de restricciones crediticias siempre surgen operaciones sustitutivas, o innovaciones financieras que vía un proceso de desintermediación financiera, motivado en la elevación de las tasas de interés del crédito, erosionan la efectividad de los controles, como es el caso de las aceptaciones bancarias. La tasa

de interés de colocación para el sistema como un todo, que había experimentado reducciones en los meses de febrero y marzo, muestra una aceleración importante en abril y mayo para situarse en el 47.64% (véase cuadro 8), la tasa nominal más elevada de los últimos años.

Por su parte, la evolución del mecanismo de las aceptaciones bancarias en los primeros cinco meses del año, constituye un claro indicio sobre el proceso de desintermediación al que se ha hecho referencia. En efecto, el valor de las aceptaciones bancarias en circulación se situó al fin de mayo en \$ 285.461 millones, con incremento de \$ 96.000 millones en lo corrido del año (50.8%), y sus tasas de negociación muestran aumentos importantes a lo largo del año paralelos a los de los títulos de participación (véase cuadro 8). Si se corrige la evolución de la cartera total del sistema financiero con los saldos de las aceptaciones, la tasa anual de crecimiento pasaría del 21.6% al 25.3% a fin de mayo, cifra de todos modos inferior a las observadas en 1990, pues en mayo se situaba en 36.6% y al finalizar el año era de 30.5%.

⁹ Incluye bancos comerciales, Caja Agraria, corporaciones financieras sin la FEN, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial, y cooperativas de grado superior.

CUADRO 9
Oferta monetaria ampliada
(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de	Oferta monetaria ampliada (M2)					
	Total		Promedios 4 semanas		Promedios 13 semanas	
	Saldo	Var. % anual	Saldo	Var. % anual	Saldo	Var. % anual
1989 Diciembre	4,313,973		4,256,729		4,060,906	
1990 Marzo	4,488,051	28.8	4,450,715	28.1	4,412,566	29.5
Abril	4,618,690	29.4	4,573,853	29.2	4,474,959	28.9
Mayo	4,612,608	25.3	4,584,766	25.1	4,541,529	27.7
Diciembre	5,596,048	29.7	5,493,384	29.1	5,272,603	29.8
1991 Marzo	5,665,544	26.2	5,662,644	27.2	5,626,723	27.5
Abril	5,792,946	25.4	5,758,031	25.9	5,669,372	26.7
Mayo	6,029,499	30.7	5,988,332	30.6	5,795,191	27.6

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

CUADRO 10
Cartera del sistema financiero
(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de	Total sistema financiero (1)					
	Total		Promedios 4 semanas		Promedios 13 semanas	
	Saldo	Var. % anual	Saldo	Var. % anual	Saldo	Var. % anual
1989 Diciembre	3.841.282		3.801.190		3.709.605	
1990 Marzo	4.126.411	36,6	4.093.848	36,5	3.985.334	36,8
Abril	4.228.155	37,1	4.188.546	36,5	4.079.488	36,5
Mayo	4.341.311	36,6	4.300.758	37,0	4.198.504	36,7
Diciembre	5.013.282	30,5	4.983.175	31,1	4.875.940	31,4
1991 Marzo	5.111.854	23,9	5.082.446	24,1	5.030.025	26,2
Abril	5.168.522	22,2	5.137.437	22,7	5.074.199	24,4
Mayo	5.278.048	21,6	5.247.394	22,0	5.158.297	22,9
Total cartera de los Bancos						
1989 Diciembre	2.012.863		1.982.414		1.941.789	
1990 Marzo	2.132.914	33,4	2.124.627	34,0	2.069.278	33,8
Abril	2.182.930	33,9	2.165.684	33,1	2.115.899	33,5
Mayo	2.238.542	33,7	2.216.381	34,0	2.170.739	33,7
Diciembre	2.517.542	25,1	2.505.859	26,4	2.457.466	26,6
1991 Marzo	2.483.402	16,4	2.473.280	16,4	2.468.509	19,3
Abril	2.503.452	14,7	2.490.510	15,0	2.471.736	16,8
Mayo	2.549.037	13,9	2.541.590	14,7	2.503.122	15,3

(1) Incluye: Bancos, Caja Agraria, CAV, Cofinancieras sin FEN y Compañías de Financiamiento Comercial.

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

Conclusiones

Estas Notas han pretendido explicar las peculiaridades del manejo monetario en el mes de mayo, período en el cual ocurrieron hechos de especial significación que alteraron los resultados favorables de finales del mes de abril. Las causas de lo sucedido se analizan en detalle, encontrando que factores propios del sector externo fueron los que perturbaron la situación de liquidez de la economía. Evaluadas las dificultades de manejo que hubo que enfrentar, se concluye que no hubo variación en el rumbo ni en la firmeza de las regulaciones monetarias y que las condiciones restrictivas mantienen toda su vigencia, así transitoriamente en ese mes se hubieran observado indicadores ligeramente desalineados cuando se comparan con los del primer cuatrimestre.

En el período que comentamos se tomaron oportunamente varias decisiones relativas a la agilización de giros de importación; colocación de títulos de operaciones de mercado abierto; ajustes a varios procedimientos y a las condiciones del financiamiento del Banco de la República a los establecimientos de crédito; actualización de normas de encaje, y autoriza-

ción para comprar deuda externa con divisas adquiridas en el Banco de la República. Todas estas medidas están dirigidas a mantener bajo control los agregados monetarios. Sin embargo, el incremento de las reservas internacionales fue tan cuantioso, y sobre todo tan sorprendente, que la efectividad de los instrumentos no fue suficiente.

En este escrito se examina la evolución de las fuentes de la base, entre ellas la de las reservas internacionales, así como el cambio inesperado en los giros de la Tesorería y en las cuentas corrientes oficiales. Del examen que se hace quedan claras dos cosas: en primer lugar lo severo del cambio que se presentó en mayo y en segundo término las complejidades monetarias previsible hacia adelante, de continuar algunos fenómenos desestabilizadores como los que han dado lugar al inusitado fortalecimiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Especial atención se da en el análisis a lo ocurrido en materia de entrada de capitales. Este factor explica en una proporción importante la acumulación de reservas y por lo tanto es indispensable profundizar en el conocimiento de tales flujos. Dos factores influyen con seguridad

en las cuantiosas cifras de repatriación de capitales: primero, las reformas estructurales en el frente cambiario, las cuales comprenden la amnistía tributaria y cambiaria, y la legalización a la tenencia de divisas; en segundo término, la ampliación del diferencial entre tasas de interés internas y externas. No es fácil asignar a cada uno la parte de responsabilidad que le cabe en el fenómeno, aunque con base en cálculos de tipo estadístico se comprueba que el segundo elemento tiene mayores implicaciones. El diferencial de intereses se comenzó a ampliar desde el mes de marzo y debido a las mayores tasas de interés domésticas, producto a su vez de las acciones para regular el crecimiento de los medios de pago, y a la tendencia de ambos componentes de la tasa de paridad a reducirse, la brecha se amplió hasta llegar a unos 15 puntos. En esas condiciones de rendimiento diferencial, y dado el nuevo régimen legal favorable a la traída de capitales, se conjugaron elementos que han favorecido un excesivo flujo de capitales hacia el país. La restricción del crédito doméstico, política indispensable para complementar el control monetario, aunque no ha dado lugar a un notorio aumento de las tasas de interés del crédito, sí puede haber contribuido a la entrada de capitales.

El comentario final de estas Notas busca destacar la tarea por demás activa y oportuna desarrollada por la Junta Monetaria y el Banco de la República para evitar un desbordamiento monetario en el mes de mayo y hacia adelante; sin duda se ha hecho el máximo esfuerzo que permite la aplicación de todos los instrumentos al alcance de la autoridad monetaria y se ha conseguido ubicar la expansión de los medios de pago y del crédito dentro de límites compatibles con el objetivo central de la estabilidad de precios. Desde luego la magnitud del problema es muy apreciable y las causas del mismo no están del todo en el ámbito de la acción monetaria, como lo ha manifestado el Banco en otras oportunidades, pues también otras políticas de control del gasto agregado como por ejemplo la fiscal, deben contribuir en mayor grado al esfuerzo de estabilización. Además, estando la causa principal de la perturbación monetaria en el sector externo, las medidas para estimular la lenta evolución de las importaciones que refuerza la ya apreciable acumulación de reservas internacionales, resultan fundamentales.

VIDA DEL BANCO

Asesor de la Gerencia General

Las directivas del Emisor designaron, en el presente mes, al doctor Alberto de Brigard Pérez como Asesor de la Gerencia General del Banco, en reemplazo del doctor Rafael Isaza Botero.

El doctor de Brigard es economista de la Universidad de los Andes, con Magister en

Economía Internacional y Desarrollo de la Universidad de Yale. El mencionado funcionario ingresó a la institución hace diez años desempeñándose con acierto como Asistente de la Subgerencia de Crédito, Subdirector de Operaciones de Mercado Abierto del Departamento de Regulación Monetaria y Subdirector Técnico del Departamento de Crédito Industrial.