

Lo que la Junta omitió hacer

Gustavo Salas

La propensión a cambiar la política de encajes es una de las características particulares del manejo macroeconómico colombiano. Ningún área asignada a la competencia del Banco de la República ha sufrido tantos cambios como la política de encaje.

El encaje, de hecho, se consideraba como un instrumento monetario que, durante largos años, era sustituto de políticas más ligadas a los mecanismos de mercado. Cuando las condiciones externas eran favorables o la política fiscal implicaba emisión monetaria excesiva y la inflación amenazaba

con desbordar los límites aceptables para la sociedad, la política monetaria pasaba a asumir una posición contracíclica y el encaje se elevaba. Cuando cedía la presión externa o fiscal y la inflación retornaba a niveles aceptables, el encaje bajaba.

Sí el encaje es un fondo cuyo propósito es financiar sanamente dos actividades, con una lógica que surge de la naturaleza misma de un sistema financiero sujeto a riesgos. Primero, la actividad de prestamista de última instancia que tiene el banco central.

Segundo, la actividad de cubrimiento de las crisis financieras que tiene, de manera implícita, el sector público.

El movimiento del tipo de cambio entre los límites superior e inferior de la banda cambiaria durante 1996 se produjo claramente por motivos especulativos. A principios de año, los acontecimientos políticos y su posible desarrollo generaron todo tipo de *especulaciones con respecto a la sostenibilidad de la banda cambiaria, presionando la*

tasa de cambio hacia el límite superior de la banda. Merece preguntarse que si un mayor encaje opera como un seguro del sistema financiero ante una eventual crisis financiera, entonces por qué se optó por reducirlo.

De haberse presentado una crisis financiera, cabe preguntarse por los recursos que el Estado hubiera gastado en tal escenario. En el cuadro se presentan estimaciones hechas para Colombia y otros países.

Costo fiscal de algunas crisis bancarias

FECHA	PAÍS	COSTO/PIB
1982	Argentina	13%
1985	Chile	19.6%
1985	Colombia	6%
1988-92	Noruega	4.5%
1991-93	Finlandia	8.2%
1991-93	Suecia	4.5%
1989-91	Estados Unidos	6.6%
1994	Venezuela	13%

Fuente: Rojas-Suarez, L. y S. Weisbrod (1996) "Central Bank Provision of Liquidity: Its Impact on Asset Quality" (Mimeo BID).

Carrasquilla estima que, a los niveles actuales de encaje, el país podría estar pagando un costo de 6.5% de su ingreso a fin de pagar un seguro estatal para cubrir el riesgo sistémico asociado a la actividad de intermediación. "Quizas, este costo de oportunidad unido al alto costo del dinero, primaron en la decisión de reducir los niveles de encaje."

El actual gobierno tomó decisiones económicas. El plan de recuperación económica estuvo basado en más gasto, más protección, más subsidios. *Todas las acciones estuvieron encaminadas a resolver la menor actividad privada con más actividad del sector público.* En este sentido, la decisión de modificar los encajes tomada durante el primer semestre de 1996 por la Junta Directiva del Banco de la República es cuestionable por la efectividad ante la coyuntura económica presentada.

Por ejemplo, la decisión de modificar los encajes tomada el 27 de junio fue presentada a la opinión pública como una resolución adoptada para reducir las tasas de interés. Realmente esta medida alcanzó a ser marginal. La reducción de los encajes anunciada aumentó la oferta disponible de los recursos prestables en \$95 mil millones, lo que equivalía al 0.36%

de la cartera vigente al 8 de junio. Sin embargo, *el monto resultó insignificante para lograr una disminución sustancial de las tasas de interés.* La Junta entregó recursos al sector privado para que adelantara sus funciones, mientras simultáneamente el gobierno captó recursos internos para financiar sus obras, equivalentes al 2.54% del PIB durante 1996.

Como es evidente, con un gobierno desbordado en su gasto público no había un mayor margen de maniobra para reducir las tasas de interés. Mientras el gobierno manifestaba estar interesado en reducirlas, no estaba proponiendo nada importante para lograr este objetivo. Adicionalmente, la Junta del Banco de la República le siguió el juego, *logrando desviar la atención de lo que verdaderamente estaba causando el descuadre macroeconómico, el gasto público.*

Durante el primer semestre, la Junta pudo haber mantenido el encaje en los niveles de principio de año y seguir su política restrictiva, en un escenario caracterizado por un tipo de cambio en la vecindad del límite superior de la banda y especulaciones con respecto a la sostenibilidad de la franja cambiaria, *interviniendo activamente el mercado cambiario con*

la venta de divisas. Tal intervención podría haber logrado: primero, mantener el encaje como protección a los riesgos que son de la esencia de cualquier actividad económica sujeta a las fluctuaciones de un mercado y sus implicaciones para la política pública; segundo, hacer contracción monetaria para frenar la demanda agregada que presionaba el nivel de precios; tercero, fortalecer la credibilidad de la Junta en alcan-

zar la meta inicial de devaluación del 13.6% para 1996.

Por otro lado, el comercio exterior registró con respecto al primer semestre de 1995 una caída del 28% en sus exportaciones, al tiempo que las importaciones lo hacían en 23.4%. Ello se reflejó en la disminución del déficit de la balanza comercial en cerca de US\$250 millones, lo que daba un margen de maniobra a la Junta sobre las reservas.

Reservas Netas del B.R. 1995-1996 US\$(Mill.)

MES	NETAS	CAMBIO	TC*
Ene	7,950.9	—	856.4
Feb	8,083.0	132.1	857.0
Mar	8,313.5	230.5	880.2
Abr	8,409.1	95.6	877.9
May	8,519.0	109.9	876.4
Jun	8,554.2	35.2	881.2
Jul	8,543.3	-10.9	897.6
Ago	8,281.1	-262.2	960.2
Sep	8,324.7	43.6	966.8
Oct	8,352.3	27.6	994.5
Nov	8,279.2	-73.1	997.2
Dic	8,324.4	45.2	987.7
Ene	8,163.3	-161.1	1,028.1
Feb	8,010.7	-152.6	1,039.8
Mar	7,926.0	-84.7	1,046.0
Abr	7,901.1	-24.9	1,058.9
May	7,923.2	22.1	1,073.1
Jun	7,961.1	37.9	1,069.1
Jul	8,033.3	72.2	1,056.7
Ago	8,059.0	25.7	1,042.3
Sep	8,126.5	67.5	1,040.4
Oct	8,239.2	112.7	1,007.6
Nov	8,377.9	138.7	995.1
Dic	9,896.6	1,518.7	1,002.5

Fuente: B.R. Estadísticas monetarias y cambiarias.

* Tasa de cambio representativa del mercado.

En el presupuesto inicial del Banco de la República, los egresos operacionales por concepto de intereses y rendimientos presentan una reducción del 86.6% con respecto a lo programado en 1995. Sin embargo, al finalizar el primer semestre de 1996 la ejecución de estos egresos por intereses ascendió al 76.4% de lo presupuestado inicialmente, registrando \$47.788 millones. Ante tal coyuntura, en el segundo semestre, la autoridad monetaria decidió influir en el nivel de las tasas de interés a través de la reducción de los intereses de las operaciones de mercado abierto

y de los títulos, y con la reducción en los encajes, pero tal objetivo se hubiera conseguido también con la venta de divisas.

Su política monetaria restrictiva durante el primer semestre no fue totalmente efectiva pues en lo corrido del año 96 hasta agosto, el Dane estimó que la variación del IPC se había incrementado en 1.53% frente a similar período del año anterior.

El siguiente cuadro muestra la evolución de las OMAS, durante los dos últimos años.

Operaciones de Mercado Abierto

(\$ millardos)

Año	Mes	Saldo	$\frac{OMAS(t+1)}{OMAS(t)}$	Bancos	Otros intermed.	S/ Privado
1995	1	1,336.7		52.2	228.2	713.5
	2	1,272.9	-4.7%	314.9	16.3	717.6
	3	1,394.0	9%	468.6	29.7	715.6
	4	1,039.8	-25%	345.1	35.9	475.9
	5	1,043.4	0.3%	180.3	39.0	736.8
	6	821.9	-21%	78.5	24.6	673.0
	7	1,002.3	21.9%	133.1	27.7	740.1
	8	905.6	-9.6%	107.2	23.0	601.4
	9	882.3	-2.5%	244.4	43.1	483.4
	10	833.3	-5.5%	133.7	64.8	289.4
	11	408.9	-50.9%	53.0	0.0	263.2
	12	216.1	-47%	12.0	0.0	203.2
1996	1	317.5	46.9%	118.8	0.0	128.9
	2	361.9	13%	97.4	17.1	139.0
	3	140.3	-61.2%	5.5	0.0	129.9
	4	189.6	35%	107.3	21.5	52.1
	5	380.1	100%	131.7	27.3	186.4
	6	314.4	-17.3%	94.4	27.0	157.0
	7	264.9	-15.7%	100.4	16.0	135.4
	8	303.2	14.4%	150.4	40.7	112.1
	9	451.3	48.8%	196.5	35.3	215.1
	10*	882.0	95%	324	117.0	241.0
	11**	984.0	11.56%	522	60.0	317.0
	12***	1,218.0	23.8%	936	83.0	152.0

Fuente: Revista del Banco de la República.

* B.R. Estadísticas Monetarias y Cambiarias, saldo a 1 de noviembre/96.

** B.R. Estadísticas Monetarias y Cambiarias, saldo a 29 de noviembre/96.

*** B.R. Estadísticas Monetarias y Cambiarias, saldo a 3 de enero de 1997.

Si durante el primer semestre se hubiera suspendido la emisión de OMAS, quizás se hubiera obtenido una cifra muy inferior a los \$47.788 millones gastados en el pago de intereses y rendimientos en el Presupuesto del Banco. Por otro lado, en el presupuesto inicial se estimó una reducción significativa del 25.9% en sus ingresos con respecto al año anterior. Resulta importante señalar que la ejecución a 30 de junio alcanzó apenas el 24.3% de los ingresos planeados inicialmente.

Tal desfase originó que su ejecución, al cierre del semestre, arrojara un déficit de \$35.448 millones, contrastando con la utilidad esperada para todo el año 1996 estimada en \$340.063 millones. Ante tal coyuntura, el Consejo de Administración en su sesión del 8 de julio aprobó llevar a la Junta Directiva una re-proyección del presupuesto para 1996, previéndose una utilidad de \$105.567 millones, y bajo los nuevos parámetros se estableció una devaluación del 17.1%.

Sin embargo, a partir de julio de 1996, las presiones en el mercado cambiario influyeron en el sentido contrario. Los anuncios, algunas veces equivocados, acerca de los ingresos petroleros futuros, así como el monto previsto de endeudamiento externo del gobierno central en 1997, hicieron que las expectativas dejaran de ser devaluacionistas para convertirse en revaluacionistas.

La gran acumulación de reservas en diciembre generó un aumento de la base monetaria y del efectivo, poniendo en peligro la meta de inflación para 1997. Para compensar la monetización de reservas, se realizó una activa intervención con OMAS. Cabe preguntarse por el costo de su redención, pues originan un peligroso incremento en los pagos por intereses y rendimientos de tales títulos. Además, si se supone que la meta de ingresos planteada en el presupuesto para el segundo semestre no se cumplió, como ocurrió en el primer semestre, se generaría un déficit cuasifiscal que sería cubierto a través del presupuesto nacional.