

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro González

Julio 5 de 2011

Efectividad de la política monetaria: congruencia entre precios y cantidades

A lo largo de 2011, el Banco de la República (BR) ha venido endureciendo su política monetaria al incrementar su tasa repo-central del 3% al 4.25% (125 puntos básicos adicionales). De esta manera, la tasa de interés de referencia del mercado monetario pasó de niveles reales de cero a cerca del 1.25% real. Diversos análisis indican que bastaría un ajuste adicional de otros 25 puntos básicos, llevando la tasa de intervención al 4.5% para lograr una tasa real de interés cercana al nivel “neutral”. En efecto, si la inflación se estabiliza cerca del 3% (como en la actualidad), una repo real de 1.5% debería ser consistente con una DTF del 2% real (equivalente a una DTF nominal de 5%).

Esa tasa de interés “neutral” tiene implícito un crecimiento del PIB real cercano al potencial (4.5% a 5%) y a la tasa de desempleo de largo plazo (del orden del 11%-12%). Ahora bien, las alzas recientes en la repo-central del BR se han venido justificando ante el público no tanto por la necesidad de contener la inflación, sino por la de “enfriar” el rápido crecimiento crediticio, a ritmos del 18%-19% real en meses recientes.

Curiosamente, el Presidente Santos le había solicitado públicamente al BR no elevar las tasas en junio. No obstante, tras constatar que la Junta no había seguido su consejo (en prolongada y dividida decisión), el gobierno concluyó que estaba bien no hacerle caso y hasta recomendó continuar contrayendo la política monetaria (ver discurso de clausura de la Convención Bancaria). Imaginamos que la racionalidad de este sorpresivo giro en el discurso del Ejecutivo proviene de concluir (prematuramente) que la expansión de 5.1% anual del PIB real durante el primer trimestre de 2011 es una señal de recalentamiento crediticio. La Superintendencia Financiera también se manifestó a favor de estas medidas precautelativas.

No es un debate fácil. Si bien las variables flujo pueden estar prendiendo alarmas crediticias, nótese que las variables stock y los indicadores de solvencia, provisiones y sanidad de la cartera le dan soporte a la hipótesis de profundización bancaria. Esto último es particularmente importante, pues ocurre en medio de un ambiente hostil a la bancarización por cuenta de los recalcitrantes esfuerzos por apretar el 4x1000 y el impuesto patrimonial. En realidad, todo ello incrementa la relación efectivo/M1 y drena el apalancamiento crediticio.

Continúa

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavvillas.com.co

Somos  AVAL

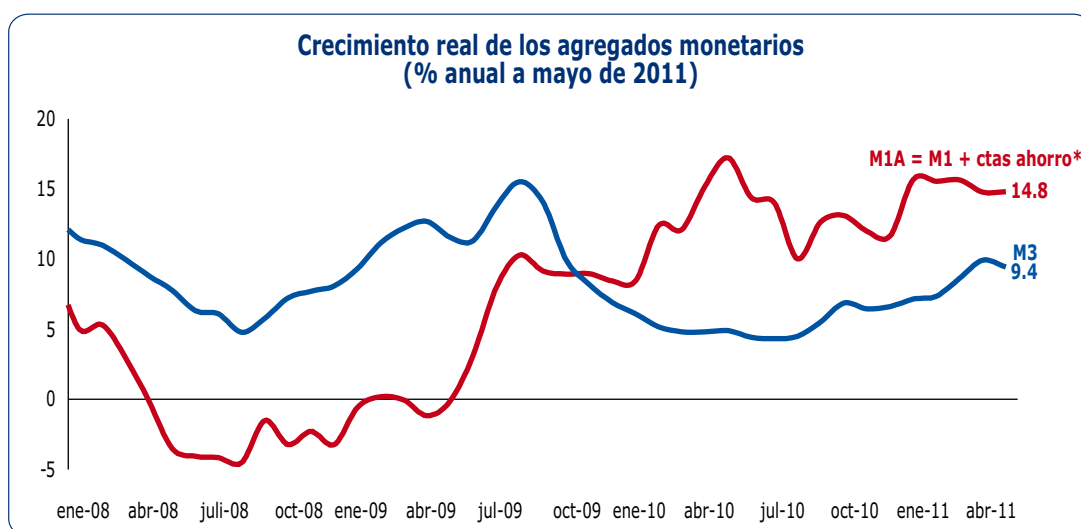
 Somos
Banco AV Villas

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro González

El punto central del debate es que, aun si prevalecieran los elementos flujo frente a los stock, todo parece indicar que el BR podría equivocarse en el instrumental a utilizar a la hora de enfriar el crédito, recargándose demasiado en las tasas de interés frente a herramientas alternativas (provisiones anticíclicas y controles de capital). La prueba fehaciente de que algo de esto ya está ocurriendo es que existe una disparidad entre los niveles de las tasas de interés (ya comentadas) y la cantidad de dinero en circulación, tal como advertimos meses atrás (ver *Comentario Económico del Día* 17 de marzo de 2011).

Por ejemplo, mientras la tasa de intervención real se acerca a su nivel “neutral”, el mercado percibe grandes excesos de liquidez (con M1A creciendo al 14.8% real y el M3 al 9.4% real), lo cual explica la actual obstrucción al “enfriamiento” del canal crediticio. En efecto, a pesar de los incrementos del BR, la DTF se encuentra prácticamente al mismo nivel de la tasa repo-central, cuando ésta debería superar a la repo en 50 para transmitir adecuadamente el endurecimiento crediticio.

Este desalineamiento entre precios (tasas de interés) y cantidades (dinero) ocurre por varias anomalías: i) la incapacidad del BR para esterilizar sus intervenciones cambiarias, contando con solo \$1.2 billones de TES, y el dilema entre emitir títulos o dejar que parte de la política monetaria la lidere el gobierno con los nuevos TES de control monetario (ver *Comentario Económico del Día* 18 de mayo de 2011); ii) presiones fiscales sobre la política monetaria derivadas del vencimiento reciente de casi \$12 billones de TES; y iii) asignación múltiple de tareas a las tasas de interés, cuando lo más conveniente sería buscar que su objetivo de enfriamiento crediticio ocurriera por la vía de provisiones crediticias anticíclicas, mientras que el objetivo cambiario debería focalizarse en los controles de capital, tal como se hizo exitosamente durante 2006-2007 (ver *Informe Semanal* No. 1075 de mayo de 2011).



*Depósitos de ahorro proyectados.
Fuente: Banco de la República y cálculos Anif.