

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro Fandiño

Marzo 17 de 2011

Resolviendo la disyuntiva monetaria

El Banco de la República (BR) en su Junta del pasado 25 de febrero decidió elevar su tasa repo de 3% a 3.25%, iniciando su proceso de “normalización monetaria”. A pesar del alivio relativo proveniente de la inflación de febrero, reduciendo su lectura del 3.4% al 3.2% anual, Anif considera que ese movimiento del BR fue acertado. Gracias a ello, creemos que no requerirán alzas superiores a los 125 pbs (adicionales) a lo largo del 2011 para lograr mantener la inflación dentro del aceptable rango de 3.5%-4%.

Hemos visto algo problemático que el BR anunciara entonces la extensión de sus intervenciones cambiarias diarias, a razón de un mínimo US\$20 millones (en la práctica un máximo), para el periodo abril-julio de 2011. Señalamos que ello encierra una contradicción de precios (tasas de interés al alza) y cantidades (cuya masa monetaria debería estar moderando su crecimiento), ver *Comentario Económico del Día* 8 de marzo de 2011.

En particular, anotamos que existen tres mecanismos para drenar esa excesiva liquidez, a saber: i) El gobierno podría impulsar canjes de TES de corto plazo por títulos de largo plazo, pero ello luce complejo bajo las actuales circunstancias de elevadas tasas en el *benchmark* (8-8.4%); ii) el BR podría emitir sus propios títulos para poder esterilizar sus operaciones cambiarias (contando con solo \$1.5 billones de TES), pero esta solución arriesga con generar un *cuasi crowding-out* con los TES; y iii) el BR podría verse forzado a aumentar los encajes.

Cabe recordar que este último fue el expediente usado en mayo de 2007, recurriendo a “encajes marginales”, bajo circunstancias similares. Las medidas de entonces incrementaron el encaje efectivo moderadamente, pasando de 6% a 6.4% en el curso de un año. A su vez, la expansión de los agregados monetarios (por razones complementarias) se desaceleraron del 21% al 14% en el M3 y del 17% al 9% en el M1.

Posteriormente (2008-2009), se trabajó en la línea de elevar los encajes medios, se redujeron las remuneraciones al encaje y ocurrieron cambios en el fondeo bancario (incrementando cuentas de ahorro

Continúa

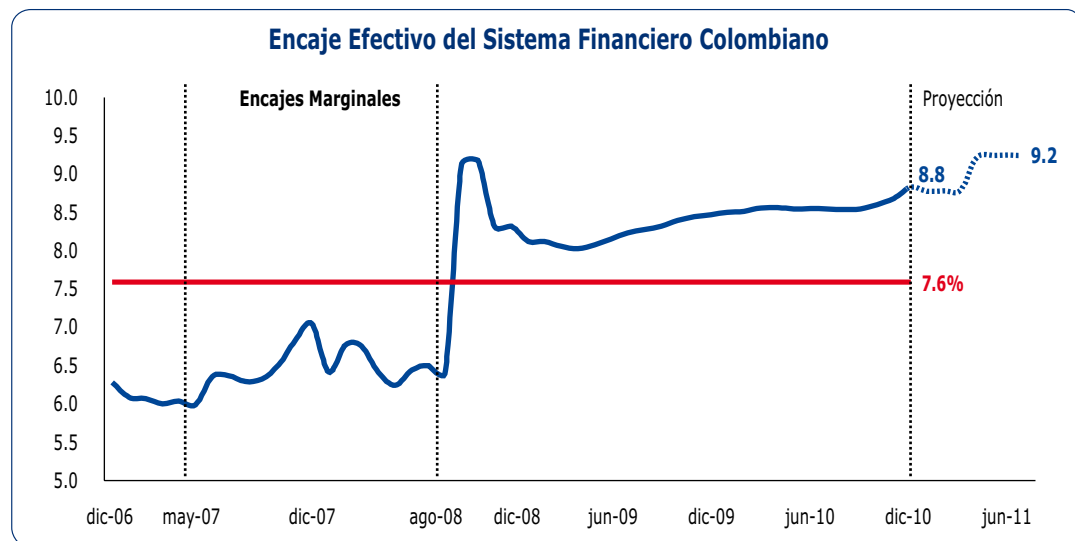
Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro Fandiño

y reduciendo los CDTs). Esto produjo un incremento en los niveles efectivos de encaje hacia el 8.3% a finales del 2008 y, actualmente, registran valores del 8.8%. Los niveles vigentes de encajes son: 11% para cuentas de corrientes y de ahorro; y 4.5% para CDTs.

Si el BR se viera forzado a recurrir nuevamente a este expediente de alterar el sistema de encajes, como lo hizo en 2007-2009, para drenar liquidez, cabe preguntarse: ¿Cuál sería su posible objetivo?

Hemos calculado que su objetivo podría ser drenar por esta vía unos \$3 billones, cifra equivalente a la presión resultante de no poder esterilizar las intervenciones cambiarias que amplió hasta julio-2011. De mantenerse el ritmo de fondeo observado recientemente, bastaría con un leve incremento del encaje efectivo, elevándolo de 8.8% a 9.2% (ver gráfico adjunto). Este incremento de 0.4 puntos porcentuales sería similar al adoptado en mayo-septiembre de 2007. La otra alternativa a mano sería una moderación en el gasto público, pero ella no luce muy viable, dadas las afugias resultantes de la ola invernal.

En síntesis, la contradicción entre precios (tasas de interés) y cantidades (dinero circulante), generada por las intervenciones cambiarias del BR, deben poderse solucionar de la forma menos traumática para el mercado. El gobierno debería poder coordinar mejor sus manejos de Tesorería (\$9 billones depositados en el BR) y sus vencimientos de TES (\$10 billones en mayo de 2011) con una política monetaria que necesariamente debe ser menos expansiva en 2011 que en los años recientes (2009-2010).



Fuentes: Banco de la República y cálculos de Anif.