

Tasas de interés reales:

INVOCACION DE LA DOCTRINA

Pareciera que las cifras que muestran la recesión y el aumento del desempleo no son prueba suficiente de que el país requiere con urgencia la adopción de verdaderas medidas anticíclicas.

Es al contrario; varios hechos recientes van en contravía del “deber ser” de la política económica. La drástica reducción del gasto público en inversión amenaza con convertirse en otra fuente adicional de desempleo y la tasa de interés real se mantiene en niveles que, bajo las actuales circunstancias, no contribuyen en mayor medida a la reanimación de la demanda.

Como la hemos manifestado en ocasiones anteriores, no creemos que una disminución de las tasas reales de interés genere un efecto directo sobre la reactivación de la demanda agregada -para ello se necesitaría un estímulo directo sobre los factores que la determinan- sin embargo, sí permitiría una reducción del costo de la deuda interna, tanto pública como privada, y del costo fiscal de la política monetaria

No estamos de acuerdo con quienes creen que una disminución en las tasas de interés reales generará, indefectiblemente, fenómenos de fuga de capitales, caída en el ahorro y desintermediación financiera.

Fuga de capitales... la munición no da para tanto

Suponer que una tasa de interés real más baja inducirá una desbandada de capitales hacia el exterior, es tanto como suponer que las medidas tomadas por la Junta Directiva del Banco de la República han sido vanas para aumentar la permanencia de los capitales que ingresan al país.

Por el contrario, la gran mayoría de los recursos externos que han ingresado a través de la cuenta de capitales a Colombia son clasificados como de largo plazo, lo que los hace menos sensibles a caídas en la tasa de interés.

El Banco de la República cuenta con un saldo de reservas internacionales para atender demandas de dólares hasta por un valor cercano a los \$11 billones, en caso que se llegara a producir una preferencia masiva por activos externos,

Si consideramos que el monto actual de activos en moneda legal susceptible de ser sustituido en el corto plazo por activos denominados en moneda extranjera asciende a \$5 billones (cuentas corrientes), en la situación más extrema, el Banco de la República podría cubrir esa demanda sin que implique abandonar la actual banda cambiaria.

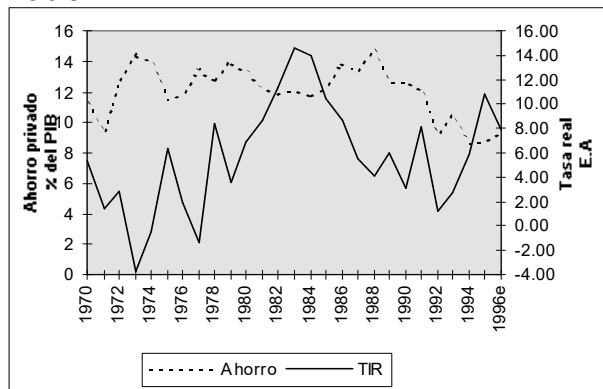
Nos atrevemos a pensar que, bajo las actuales circunstancias de creciente acumulación de reservas internacionales, sería favorable una salida de dólares que despegue la tasa de cambio del piso de la banda cambiaria y permita reducir el costo fiscal de las OMA como mecanismo de esterilización.

¿Caída del ahorro y desintermediación?

No podemos aceptar como válida la afirmación de quienes se oponen a reducir aún más las tasas de interés reales, bajo el argumento de que ello provocaría un deterioro en el ahorro privado.

Por el contrario, el gráfico 1 muestra una relación inversa entre las tasas de interés reales y el ahorro privado para el período comprendido entre 1970 y 1996¹.

Gráfico 1
Tasa de interés real (TIR) y ahorro privado



Fuente: (TIR): Mauricio Carrizosa (1970-1980); Banco de la República (1980-1996); Ahorro: DANE. Cálculos Asobancaria.

Tampoco creemos que tasas de interés reales nulas o negativas de lugar a procesos de desintermediación financiera.

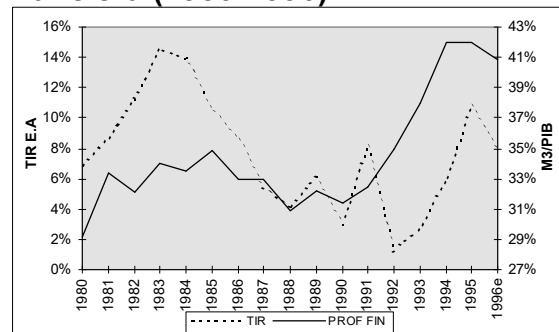
El gráfico 2 muestra que, si bien un aumento de la tasa real de interés produce otro en igual dirección en la intermediación financiera (medida como la relación entre M3 y PIB), no es del todo cierto que una caída produzca el efecto contrario. El período 1992-1993 es una clara muestra de ello: mientras que las tasas reales de interés se redujeron en cerca de 7 puntos, la

¹ La correlación lineal de estas dos series resultó ser del -25% para el período analizado.

intermediación financiera subió cerca de 4 puntos del PIB nominal.

Bajo las actuales circunstancias de incertidumbre y de mayor riesgo asociado al clima de los negocios, no resulta muy acertado pensar en un proceso de desintermediación financiera. Solo aquellos pequeños rentistas más osados, o cuyos recursos son de dudosa procedencia, estarían dispuestos a embarcarse en una situación tan riesgosa como esa.

Gráfico 2
Tasa de interés real e intermediación financiera (1980-1996)



Fuente: Banco de la República; DANE. Cálculos Asobancaria.

Consideramos que una tasa de interés real menor a la actual tendría varios efectos diferentes al esgrimido anteriormente: induce a una sustitución de deuda costosa por otra barata; reduce la presión sobre los indicadores de calidad de la cartera del sistema financiero y, consecuentemente, fortalece la labor de transferencia del ahorro hacia la demanda de inversión o de consumo.

Sólo la inflación

La única razón, parcialmente válida, para mantener las tasas de interés reales en su nivel actual es el temor de incumplir una vez más la meta de inflación.

Decimos que parcialmente válida, porque a pesar de que las menores tasas podrían estimular el consumo, éste no se reflejaría en presiones sobre la inflación por dos razones que saltan a la vista: la elevada capacidad instalada ociosa y el alto nivel de desempleo.

Por encontrarse la economía en un congelador, no creemos que tasas de interés reales más bajas la lleven hasta las elevadas temperaturas a las que, bajo la mirada complaciente de nuestras autoridades monetarias y fiscales, fue llevada entre 1992 y 1993.

En verdad, anda de capa caída el análisis económico. Este se ha convertido en puro parloteo doctrinario, o en griterío de quienes juran que en 1994 entregaron una economía con olor de santidad, o en la defensa (más débil que los otros dos ruidos) de la bondad del manejo económico corriente.

I. POLITICA MONETARIA

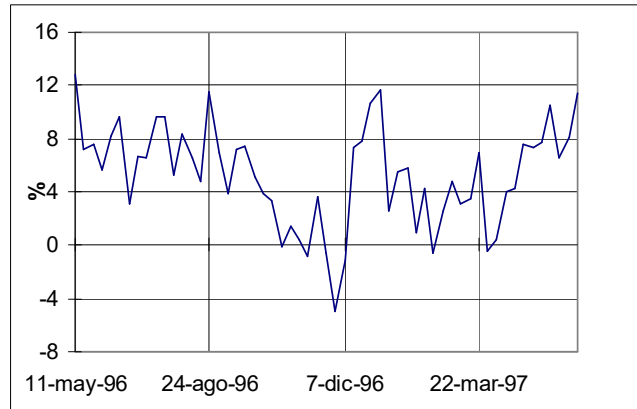
A. Agregados Monetarios

En la semana que concluyó el 6 de junio, la base monetaria se expandió en \$357 mil millones y alcanzó una tasa de crecimiento anual de 11.4% (Gráfico 3).

Se trata de la segunda expansión semanal de la base, después de tres semanas de continua contracción en mayo.

El componente expansivo de mayor importancia en estas dos semanas ha sido el crédito neto a la tesorería a través de títulos de participación (\$550 mil millones).

Gráfico 3
Base Monetaria
Tasa de crecimiento anual



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

La base monetaria, variable central de la política monetaria este año, se encuentra \$15 mil millones por debajo del punto máximo de su corredor.

Como consecuencia de la estabilidad mostrada por el multiplicador de M1 durante este año, las variaciones del dinero de alto poder se han visto reflejadas proporcionalmente en la dinámica de los medios de pago.

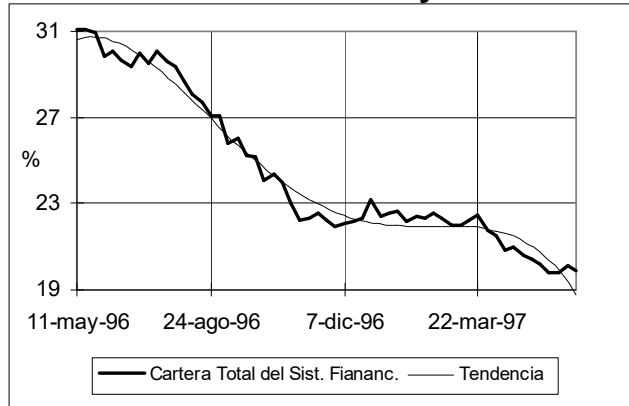
B. Cartera del Sistema Financiero

En la semana que terminó el 6 de junio, la cartera de créditos del sistema financiero superó los \$40,5 billones. Su tasa de crecimiento anual muestra una leve tendencia a estabilizarse en niveles cercanos al 20%, aunque la tendencia de mediano plazo continúa siendo descendente (Gráfico 4).

Gráfico 4

Cartera de créditos del sistema financiero

Tasa de crecimiento anual y tendencia



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

La estabilidad de la cartera de créditos es resultado de la conjugación de dos dinámicas: la desaceleración de las colocaciones en moneda legal y la evolución favorable de los créditos en moneda extranjera.

C. Tasas de Interés

En la semana que terminó el 20 de junio, la tasa interbancaria presentó un promedio de 23.2% E.A., mientras que la tasa de captación de CDT a 90 días registró un valor promedio de 23.3% E.A., igual al de la semana anterior.

Cuadro 1

Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días

	Tasa Interbancaria % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
16-jun	22.89	23.25
17-jun	22.96	23.37
18-jun	22.96	22.96
19-jun	23.30	23.20
20-jun	23.94	23.47

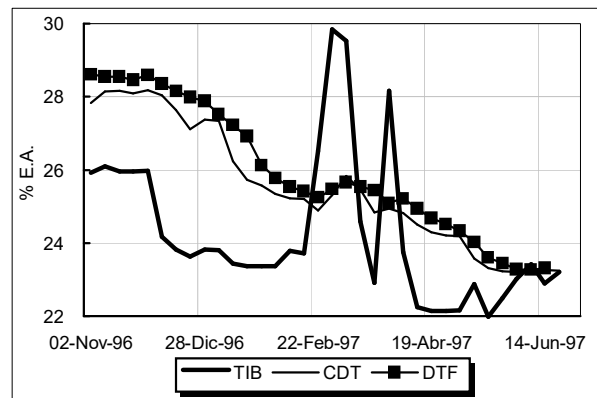
Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

La estabilidad de la tasa a la vista se percibe en el gráfico 4: desde mediados de mayo de 1997, la DTF y la tasa de CDT a 90 días han permanecido en valores cercanos al 23% E.A.

La liquidez del mercado a la vista, se refleja en las colocaciones de títulos de participación a un día: ascendieron a un promedio de \$370 mil millones durante la semana que terminó el 20 de junio.

Gráfico 5

DTF y Promedios semanales de la TIB y la Tasa de CDT de Tesorería a 90 días.



Fuente: Banco de la República y Encuesta Diaria Asobancaria

II. MERCADO CAMBIARIO

El 20 de junio la tasa de cambio promedio del mercado cambiario registró un valor de \$1086.5, lo que equivale a un aumento de \$5.9 frente al valor observado el viernes anterior.

Las últimas transacciones de la semana se realizaron a tasas superiores a \$1088. El mayor precio de la divisa correspondió a una fuerte demanda por parte de una entidad oficial, y no a una tendencia del

mercado, por lo que no se esperan aumentos en la semana siguiente.