

Resolución Externa 5:
POR BUEN CAMINO

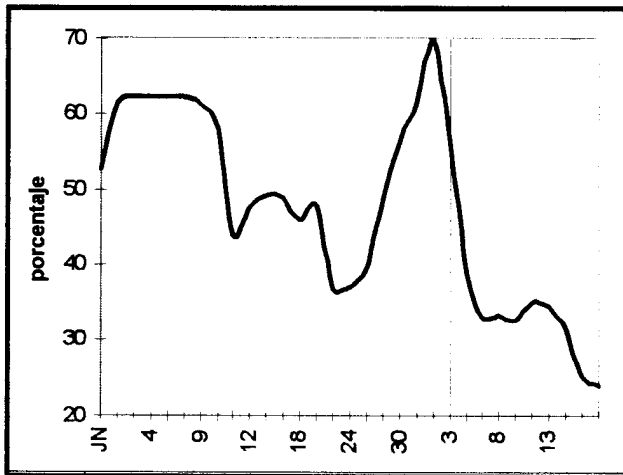
Transcurridas dos semanas desde la expedición de la Resolución 57 mediante la cual el Banco de la República amplió la gama de títulos aceptados para operaciones repo, se observan síntomas alentadores tanto en el mercado de pesos como en el de dólares.

La tasa de interés del mercado interbancario ha retornado a niveles inferiores al 30% E.A.; después de alcanzar su nivel máximo histórico, el 2 de julio (69,9% E.A.), inició una tendencia descendente que aún se observa (gráfico 1). En el mercado cambiario, la tasa venía descendiendo hasta el 2 de julio, cuando se ubicó a \$69 del techo (gráfico 2); a partir de ahí cambió su tendencia y se ha mantenido en ascenso, pero con menor velocidad en los días recientes; aún es prematuro afirmar si la tasa cambio se va a estabilizar a esa distancia del 3% del techo de la banda, o si va a retomar la senda ascendente.

Aún con el compás de espera que hay que dar para conocer el rumbo de la tasa de cambio se puede afirmar que el resultado de las medidas es positivo. Los mayores cupos de repos a un día y las nuevas subastas de repos a siete días con pagarés de cartera aumentaron la liquidez del mercado en un momento en que las entidades financieras estaban viéndose muy complicadas para cumplir con sus requeridos de encaje.

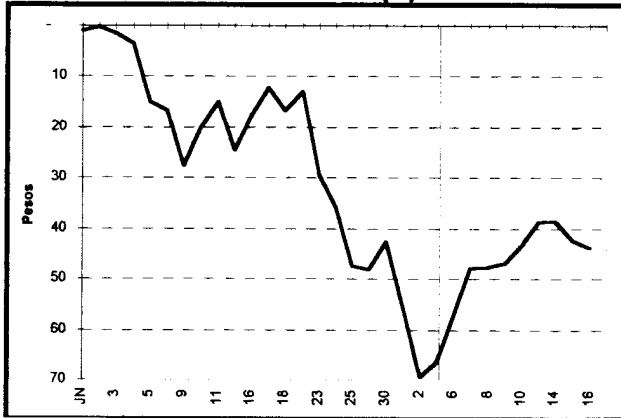
Gráfico 1

Tasa interbancaria



Fuente: Asobancaria

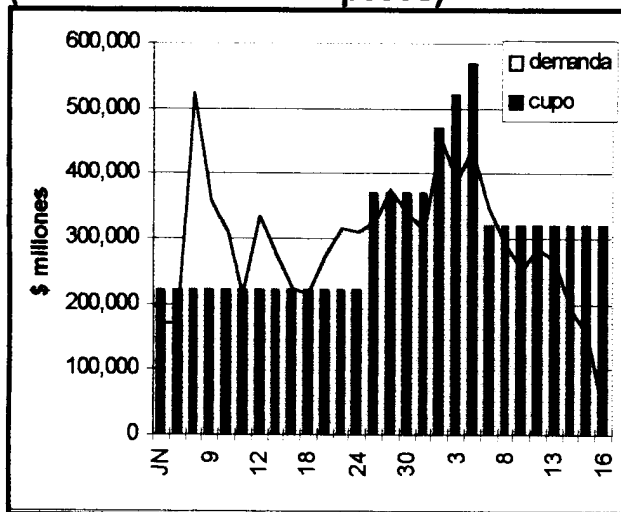
Gráfico 2
Distancia de la tasa promedio de cambio al techo de la banda (\$)



Fuente: Citiinfo, Banco de la República; cálculos Asobancaria.

Hay un indicador adicional de que las medidas comentadas contribuyeron a dar tranquilidad al mercado. La demanda de repos se ha reducido sensiblemente, y desde hace unos días no se alcanzan a asignar los cupos establecidos por el Banco de la República (gráfico 3); resulta particularmente llamativo que en la subasta del 16 de julio sólo se demandaron \$28 mil millones de un cupo asignado de \$320 mil millones, a una tasa del 30% E.A. En el caso de los repos con pagarés de cartera a siete días, en las dos subastas que se han realizado hasta el momento la demanda ha sido superior a la oferta, pero en la última la diferencia fue menor (en la primera, la demanda fue de \$994 mil millones y en la segunda, de \$630 mil millones).

Gráfico 3
Oferta y demanda de repos a un día
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República

Algunas nubes

Si bien los resultados observados se ajustan a lo esperado por la autoridad económica, no es fácil deducir que los mercados se estabilizaron y que podemos retomar a la rutina que antecedió a esta coyuntura. En primer lugar, los repos siguen siendo una inyección necesaria para completar los recursos que necesita el sistema financiero, aun cuando cada vez en menor proporción. En segundo lugar, como lo enunciamos antes, no hay nada claro sobre la trayectoria que siga la tasa de cambio en los próximos días. En tercer lugar, una consecuencia importante de la coyuntura de iliquidez es el altísimo nivel que alcanzaron las tasas de interés de captación y de colocación, lo que va a tener repercusiones de consideración sobre el sector financiero y sobre los demás sectores de la actividad económica. En cuarto lugar, las presiones originadas en el déficit fiscal se mantienen; si bien es cierto que el nuevo gobierno ha dado un mensaje claro sobre su compromiso para superar los problemas, también es cierto que en el corto plazo son pocas las acciones efectivas que puede realizar. Por último, la turbulencia de los mercados financieros internacionales y los deprimidos precios de los productos básicos se mantienen como una espada de Damocles sobre todas las economías emergentes.

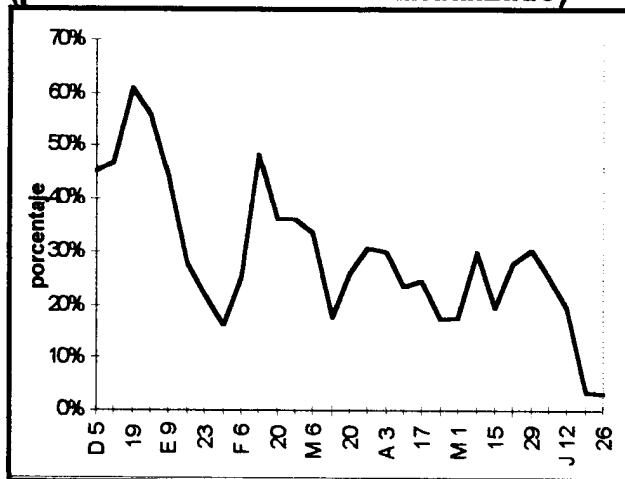
Altas tasas de interés

Para encontrar tasas de interés reales de captación del nivel de las observadas en este mes (14,2%), tenemos que retroceder hasta 1984 y 1986. El cierre de créditos del sector financiero durante más de un mes, frenó la dinámica de la cartera de créditos; lamentablemente las cifras disponibles apenas llegan a la tercera semana de junio, pero en ellas es clara la desaceleración del crédito (gráfico 4).

El cierre de créditos originó un efecto en cadena: muchos agentes optaron por no pagar sus créditos, pero a la vez su propia cartera se incrementó porque sus compradores empezaron a incumplir los pagos (mayores plazos en los créditos de proveedores). El resultado es un freno a la actividad económica y mayor deterioro de la calidad de la cartera del sector financiero; el DNP revisó recientemente las proyecciones de crecimiento de la economía para el presente año de 4,5% a 3,3%; la estimación correspondiente al sector financiero disminuyó de 4,0% a 1,9%; con los episodios recientes, estas cifras empiezan al parecer optimistas.

Gráfico 4

Dinámica de la cartera de créditos en moneda legal (promedio de 4 semanas anualizado)

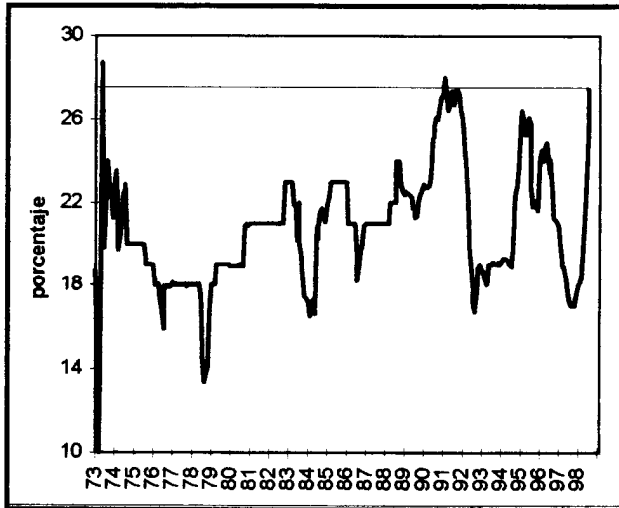


Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria

Otra consecuencia de las altas tasas de interés es el incremento de la corrección monetaria. Para el mes de agosto, la corrección monetaria alcanzará un nivel del 27,5%, que es la tercera cifra más alta en toda la historia del sistema Upac (gráfico 5).

Esto tendrá el conocido efecto sobre las cuotas de amortización de los deudores del sistema (debe aclararse que ese impacto de las tasas de interés lo están sintiendo desde antes los deudores de créditos en pesos que están atados a la DTF). Pero, por otra parte, se convierte en un factor que presiona a las CAV en su cuadro de encaje; aún en el caso de que no aumenten la cartera de créditos, el aumento de casi dos puntos en la corrección monetaria incrementa el saldo equivalente de los depósitos en pesos y con ello el encaje requerido.

Gráfico 5
Corrección monetaria



Fuente: Banco de la República; agosto de 1998: cálculo de Asobancaria

Otro impacto de las tasas de interés lo está sintiendo el gobierno nacional en su financiamiento. Para 1998 se tenía prevista la colocación de TES por un monto de \$2,3 billones y hasta la fecha se han colocado \$1,4 billones; el problema es que casi todas las subastas de junio y julio fueron declaradas desiertas, por las altas tasas de interés a las que se demandaron estos títulos; ahora el gobierno espera colocar \$220 mil millones mensuales pero ello no será posible mientras las tasas de interés no bajen significativamente.

¿Para dónde vamos?

La síntesis que podemos sacar del panorama aquí descrito, es que se han registrado unos resultados esperanzadores atribuibles a la Resolución 5 de la junta directiva del Banco de la República y que aún quedan algunas nubes que no permiten concluir con certeza que el mercado ha vuelto a la normalidad; dependiendo de la evolución de la tasa de cambio en las próximas semanas, se podrá confirmar o negar esa presunción.

Si esta se confirma, es importante dar al mercado unas fuentes de liquidez más estables, mediante la ampliación del esquema de repos; por ejemplo, se podrían establecer cupos para repos a 14 y a 21 días. Pero aún en el caso en que no se confirme, es imprescindible buscar los mecanismos que reduzcan la presión a la que la economía está siendo sometida por cuenta de las altas tasas de interés; entre las diversas alternativas, hemos sugerido que no se pueden descartar la reducción de los depósitos sobre el endeudamiento externo y la colocación de títulos de deuda pública indexados al dólar; también se puede pensar en la sustitución de la financiación del gobierno prevista en moneda local por deuda externa.

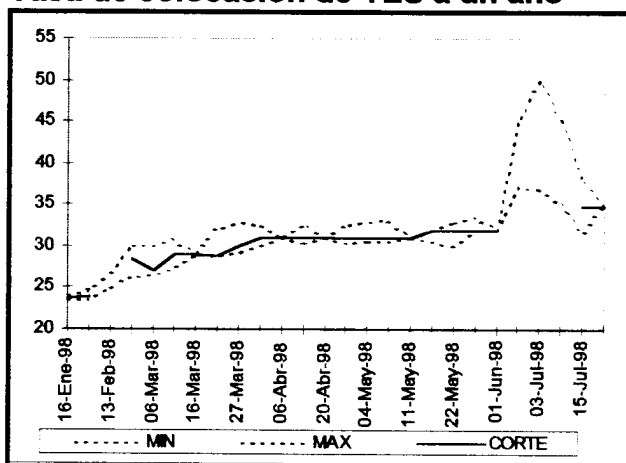
Estas propuestas están para la discusión y para que sean enriquecidas con otras opciones; lo que no podemos hacer es mantener elevadas las tasas de interés como remedio para la enfermedad cambiaria, sin pensar en los efectos colaterales que pueden matar al paciente.

MERCADO DE TES

Como consecuencia de la difícil coyuntura monetaria y financiera por la que ha venido atravesando el país durante 1,998, el gobierno ha tenido que recurrir a los recursos de las entidades públicas para la colocación de sus TES, mediante el mecanismo de las inversiones forzosas y convenidas, en detrimento del esquema de subastas. El porcentaje promedio de participación de las subastas en el total de colocaciones, durante 1998, ha sido del 17%, versus 22% y 61, de las convenidas y forzosas respectivamente.

Durante junio las subastas de TES fueron declaradas desiertas debido a la alta rentabilidad exigida por el mercado; sin embargo, a raíz de la reciente baja de la tasa del mercado a la vista y la mejoría en las condiciones de liquidez, el 15 y el 16 de julio se realizaron subastas por \$30 mil millones y \$15 mil millones, respectivamente, a una tasa de corte de 34,9% E.A., lo que representa un aumento de casi 3 puntos respecto a la tasa de la subasta del pasado 1 de junio.

Gráfico 6
Tasa de colocación de TES a un año



Fuente : Ministerio de Hacienda