

Las tasas de interés en 1996 ESTABILIDAD INCIERTA

El ejercicio de programación macroeconómica para 1996 supone metas de crecimiento e inflación compatibles con un comportamiento estable en las tasas de interés. Sin embargo, la baja probabilidad de que se cumplan algunos de los supuestos que sustentan la política fiscal, el bajo nivel de la tasa de ahorro y el énfasis exclusivamente monetario de la política antiinflacionaria, hacen dudar de la estabilidad de las tasas de interés.

Más costos del déficit fiscal

De acuerdo con el documento CONPES del 20 de diciembre pasado, la meta de déficit público consolidado para 1996 se estima en 0,6% del PIB. Aunque no está explícito en la programación macroeconómica, es de esperarse que en caso de incumplimiento de esa meta, la Junta Directiva del Banco de la República refuerce la restricción monetaria creando con ello una presión alcista en las tasas de interés.

No es improbable que se incumpla la meta de déficit público consolidado. En particular, es difícil que el Gobierno Nacional reduzca su déficit fiscal por debajo del observado en 1995.

Además, es incierto el desempeño futuro de las finanzas de la seguridad social y del Fondo Nacional del Café.

Esta incertidumbre nace de la falta de información actuarial del Instituto de los Seguros Sociales y del resultado fiscal de la prestación de los servicios correspondientes a la salud familiar.

Igualmente, no es claro el panorama cafetero internacional: no se puede

descartar un deterioro adicional en las finanzas del Fondo Nacional del Café.

La reducción del déficit del gobierno central queda en entredicho frente a un aumento del gasto equivalente a un 1,5% del PIB, y ante la restricción legal para utilizar los ingresos adicionales que generará la reforma tributaria. Estos últimos deberán destinarse a transferencias intergubernamentales y a gastos sociales de destinación específica, determinados en la reforma tributaria de 1995 (Ley 223).

Restricción monetaria y recuperación del ahorro

El Banco de la República ha manifestado su inquietud con respecto al descenso del ahorro interno durante esta década. De acuerdo con el banco central, "el ahorro doméstico total se podría incrementar a través de un mayor crecimiento económico, una acertada política fiscal, una estricta política monetaria y restringiéndole a los hogares el acceso al crédito"¹

De acuerdo con ese argumento, el incremento de las tasas de interés podría usarse deliberadamente como instrumento para revertir la tendencia descendente del ahorro.

La restricción monetaria, además, no se dará exclusivamente sobre el tradicional indicador de los medios de pago. Medidas como la de incrementar los encajes sobre las captaciones mediante CDT tenderán a favorecer el cumplimiento de la meta de crecimiento de la cartera del año próximo, que es inferior en 6 puntos porcentuales a la establecida para 1995.

El saldo de las operaciones de mercado abierto hasta la primera semana de

¹ Revista del Banco de la República, Nota Editorial Agosto de 1992, p. 14.

diciembre era de apenas \$260 mil millones; es decir, apenas un 4% de la base monetaria. Ese bajo nivel otorga a la Junta Directiva del Banco de la República un muy alto margen de maniobra para contraer las disponibilidades líquidas de la economía.

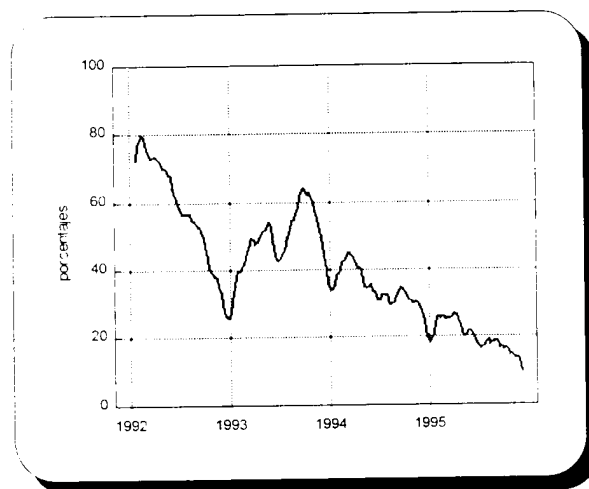
Claro está que una recuperación significativa de esas colocaciones, dependiendo de la estructura de plazos, puede presionar al alza la tasa interbancaria y la tasa de captación de los instrumentos a plazo.

Por último, un incremento en las tasas de interés sería compatible con la revaluación de la tasa de cambio.

La certidumbre respecto del comportamiento de las tasas de interés en 1996 sólo puede fundamentarse en el fortalecimiento, desde ya, de la coordinación entre las autoridades monetarias y el gobierno alrededor de las metas monetarias y fiscales.

Finalmente, un incremento efectivo en las tasas de interés puede traer consigo el riesgo de que las autoridades monetarias apelen una vez más al mecanismo de intervención directa, creando distorsiones adicionales en la formación de ese precio.

Gráfico 1
Saldo de las operaciones de mercado abierto
Porcentajes de la base monetaria



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

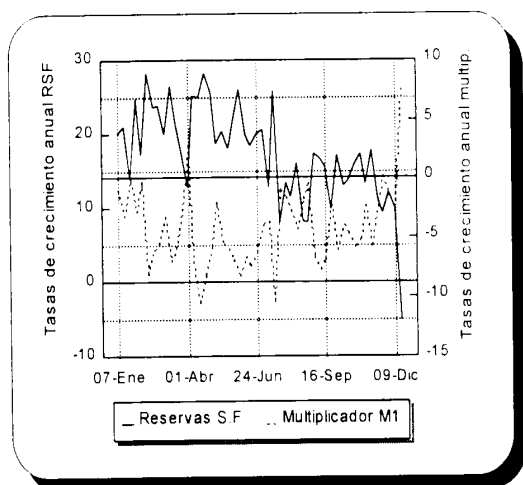
En la última semana de 1995 se presentó un aumento inusual en la tasa interbancaria, con respecto a su comportamiento histórico. Ese incremento no obedeció a una mayor demanda de recursos por parte del público y, por tanto, no debe reflejarse en modificaciones importantes de los agregados monetarios para esa semana.

El mencionado repunte estuvo asociado con una mayor demanda de recursos por parte de las entidades financieras, para cubrir sus requisitos de liquidez, sus obligaciones de encaje, en una semana que solo tuvo 3 días hábiles.

De acuerdo con las cifras del Banco de la República, en la semana que terminó el 16 de diciembre las reservas del sistema financiero registraron una disminución de alrededor de \$500 mil millones. Esta obedeció en parte a la reducción en el encaje de las cuentas corrientes oficiales, que entró a regir a partir del 4 de

diciembre, y a una caída en los depósitos fiduciarios (estos corresponden al recaudo de impuestos que hace el sector financiero, y que después de cierto tiempo se deben trasladar a la cuenta corriente de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la República).

Gráfico 2
Reservas del sistema financiero y multiplicador.
Tasas de crecimiento anual



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

La caída en las reservas del sistema financiero, originó un aumento semanal en el multiplicador de 11,7%, con lo que éste se situó en 1,24.

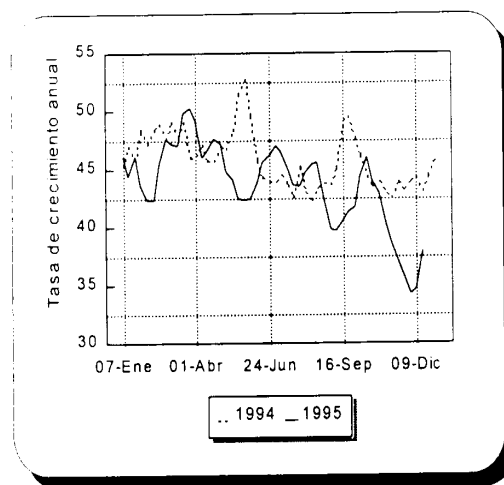
En la semana que terminó el 16 de diciembre, M1 registró un aumento de \$358 mil millones, mientras que la base monetaria cayó \$361 mil millones, debido a la disminución en las reservas del sistema financiero. Los cuasidineros aumentaron en \$426 mil millones, como resultado de un aumento de las cuentas de ahorro de los bancos (\$191 mil millones) y en los depósitos de las CAV (\$205 mil millones).

Hasta esa semana M1 presentaba una tasa de crecimiento anual de 13,1%, la base

monetaria de 4,83% y los cuasidineros de 37,9% (lo que implicó un cambio en la tendencia hasta entonces descendente).

Aunque no se conocen las cifras para la última semana de 1995, se puede esperar que los crecimientos semanales y quincenales se hayan mantenido en el promedio histórico; las últimas cifras registran una tasa de crecimiento anual de la base monetaria muy por debajo de la meta (22,6%), pero se espera que el retorno al sistema de los recursos congelados en la cuenta corriente de la Tesorería en el Banco de la República revierta parte del efecto contraccionista sobre la base monetaria.

Gráfico 3
Cuasidineros. Tasas de crecimiento anual



Fuente: Banco de la República

B. Tasas de Interés

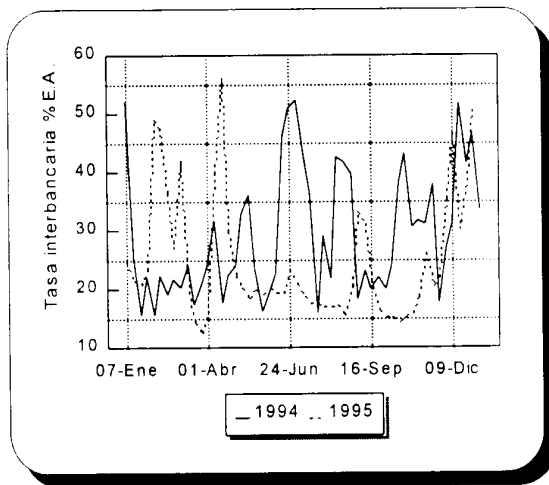
En la última semana de 1995, la tasa interbancaria registró un valor de 54,69% E.A, 16,3 puntos más que el promedio de la semana anterior. Ese incremento estuvo asociado con el encaje que las entidades debieron realizar el último día del año, teniendo en cuenta que era cierre bisemanal y computaba por cinco días.

Además, se presentaron retiros de la Tesorería, de algunas entidades del sector oficial y del ISS, que afectaron el equilibrio de liquidez de algunas entidades del sistema financiero.

A pesar de los altos niveles que alcanzó la tasa interbancaria en diciembre, el promedio de las últimas cuatro semanas es inferior en cerca de 9 puntos al observado en igual período de 1994.

La realización de operaciones repo a menos de 7 días, por parte del Banco de la República, (alrededor de \$354 mil millones a una tasa del 41% E.A.) cubrió parcialmente las necesidades de liquidez de las entidades, disminuyendo las presiones sobre el costo de los recursos a la vista.

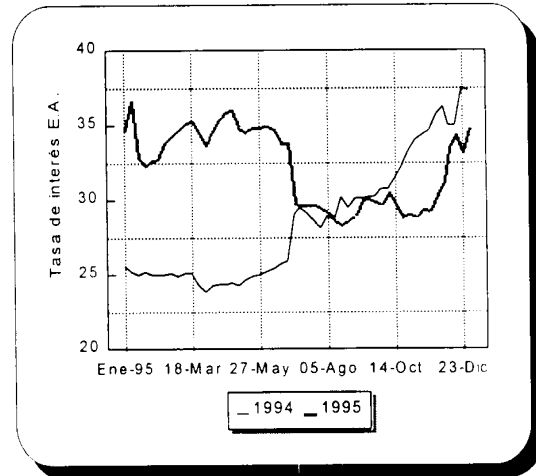
Gráfico 4
Tasa Interbancaria. Promedios semanales



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

De acuerdo con información del Banco de la República, en esta semana se vencen títulos de participación por \$98 mil millones, provenientes en su mayoría de colocaciones a largo plazo.

Gráfico 5
Tasa de interés de CDT de tesorerías.



Fuente: Asobancaria

La tasa de captación, mediante CDT de tesorería a 90 días, cerró en 35,8% E.A. El aumento en los encajes sobre CDT, que se inicia esta semana, dará lugar a un incremento en la demanda de recursos a la vista.

La tasa básica de referencia a 90 días terminó 1995 en 32,06% E.A. (promedio móvil de orden 10), superior tan sólo en 2,8 puntos a la observada a finales de noviembre.

C. Cartera de Créditos

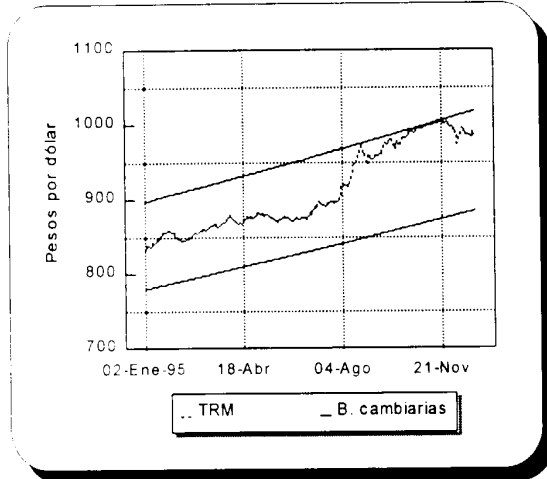
De acuerdo con el Banco de la República, hasta el 16 de diciembre de 1995, la tasa de crecimiento anual de la cartera total del sistema financiero fue de 36,9%; igual crecimiento se registró tanto en la cartera en moneda legal como en extranjera.

Aunque la cartera total se acercaba a la meta del 35%, y a no se observa una tendencia descendente en el comportamiento de las variaciones anuales de la cartera en moneda legal. que desde principios de octubre está oscilando alrededor de 36,7%.

II. M MERCADO CAMBIARIO

Gráfico 6

TRM y bandas cambiarias



Fuente: Banco de la República

La tasa representativa del mercado terminó el año en \$987,65, con un aumento semanal de \$2,7; la mayor demanda de divisas puede estar asociada a desequilibrios en la posición propia frente al cierre de fin de año.

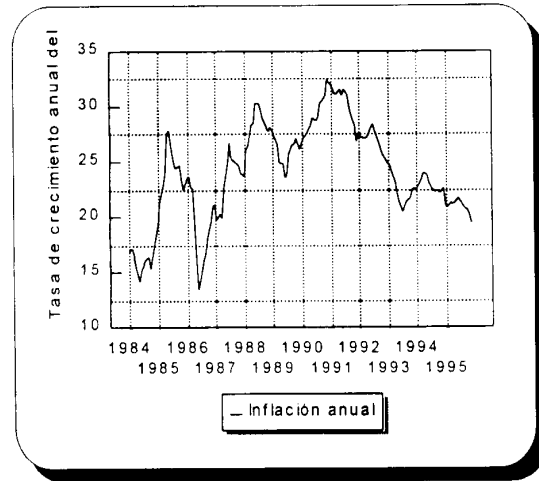
La devaluación anual en 1995 fue de 18,8%; esto es, 5,3 puntos por encima de la meta para ese año. De llegar la tasa de cambio al límite superior de la banda cambiaria, se podría esperar una devaluación máxima de 17% para 1996.

III. PRECIOS

De acuerdo con el DANE, la cifra de inflación para 1995 fue de 19,46%, con un aumento de 0,9% en diciembre; como se esperaba, tan sólo 1,5 puntos por encima de la meta fijada para 1995. La inflación registrada, es la menor desde 1984.

Gráfico 7

IPC. Variación anual



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria.

De repetirse la importante disminución de la inflación observada en enero de 1995, es probable que el registro de este mes sea inferior al 2%. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que en esta ocasión se dio un aumento en el precio de la gasolina (sobretasa en Bogotá y otras ciudades intermedias) y un incremento de 2 puntos en el IVA. Estos factores pueden modificar en forma importante el comportamiento esperado del índice de precios.