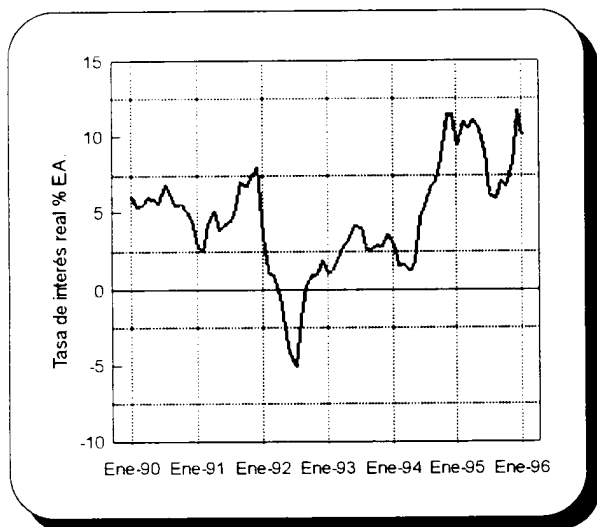


LAS TASAS DE INTERÉS DECISIONES PELIGROSAS II

El nivel general de las tasas reales de interés es el más alto de los últimos años (gráfico 1).

Gráfico 1
Tasa de interés real



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

A este paso, la debilidad de la demanda privada, que va es el principal elemento de la coyuntura económica, se va a extender por lo menos hasta 1997 (¿y más allá?), por cuenta de los rezagos propios de la acción de la política monetaria.

La situación debe calificarse como peligrosa (o subversiva, y a verá usted), de cara al crecimiento económico y al nivel de empleo.

La Junta del Banco de la República cree, según lo ha dicho, que la degollina de los intereses es inevitable, por dos razones: una, el volumen del gasto público excesivo para la estabilidad macroeconómica. Dos la preocupación por que una reducción de las tasas de interés permita, o estimule, una mayor presión compradora de divisas en el mercado cambiario.

En todo caso, con seguridad la junta sabe que el freno puesto hoy sólo se siente dentro de 12 o 18 meses, o más (¡no se sabe!) en los mercados de bienes y servicios. Y la Asobancaria debe insistir en las preguntas del millón: ¿Cuándo cederá la tremenda inercia de la inflación básica, que sigue adherida al 22-23% anual? ¿Cuándo comenzarán a verse los resultados benevolentes de la política monetaria, que justifiquen el debilitamiento actual de la demanda, y que justifiquen unas tendencias recesivas prolongadas?

En cualquier caso, es conveniente ilustrar a la opinión pública sobre el espacio real que existe en la coyuntura actual para una reducción de las tasas de interés, con el fin de no generar falsas expectativas que lleven a la búsqueda de "culpables" cuando sea necesario reconocer un fracaso; la experiencia de años anteriores muestra con qué facilidad el fardo recae sobre el sector financiero.

Vamos a las buenas

El gobierno ha señalado que las medidas de encaje y de flexibilización del endeudamiento privado externo, recientemente adoptadas por el Banco de la República, están encaminadas a que las tasas de interés bajen a las buenas

En la anterior entrega de *La Semana Económica Asobancaria* afirmamos que las altas tasas de interés que se registran en el presente año no son producto de una decisión del sector financiero y, en cambio, están estrechamente vinculadas a las decisiones de la autoridad monetaria para defender la banda cambiaria.

También señalamos que las tasas se mantendrán altas en lo que resta del año. a no ser que la Junta Directiva del Banco de

la República modifique su política, poniendo en práctica una combinación de los siguientes factores: Una mayor flotación de la tasa de cambio. La disminución de los rendimientos de los títulos de participación. La reducción de los encajes sobre CDT y que los establecimientos de crédito puedan tomar pasivos en moneda extranjera para convertirlos en activos denominados en pesos.

Esto significa que para que las tasas de interés bajen "a las buenas" es necesario un cambio en la política del Emisor o un notorio impacto de la flexibilización del endeudamiento privado externo, que repercuta en la eliminación de las presiones sobre la banda cambiaria.

O vamos a las malas

Si ninguna de estas dos cosas ocurre, gana fuerza la opción de bajarlas "a las malas". Pero, ¿qué significa bajarlas "a las malas"? Entendemos que se trata de volver a imponer los arcaicos controles administrativos a las tasas de interés. Mientras que la tendencia reciente muestra los esfuerzos de la autoridad monetaria para modernizar su forma de ejercer la política monetaria, mediante el uso de instrumentos indirectos (o de mercado), no deja de ser una tentación la de dar pasos hacia atrás para imponer controles directos, a pesar de su probada ineficiencia (las experiencias de 1994 y de 1995 son suficientemente ilustrativas).

La atribución de fijar límites administrativos a las tasas de interés corresponde a la Junta Directiva del Banco de la República; esto implica que el gobierno tendría que convencer a la Junta para que cambie su política de defensa de

la banda cambiaria; labor bastante compleja en las actuales circunstancias.

El gobierno está representado en la Junta Directiva del Banco de la República por el Ministro de Hacienda, pero ello no basta para cambiar los puntos de vista de los demás miembros de la Junta; en ocasiones anteriores, se ha dado un proceso de negociación en el que el gobierno ha tenido que ceder en sus metas de gasto: pero en la coyuntura actual el problema va más allá, pues no se trata sólo de mantener moderado el crecimiento de la demanda agregada, sino de estabilizar el mercado cambiario.

Veamos que ocurriría en el hipotético caso de que se convenciera a la autoridad monetaria y ésta expidiera una resolución bajando las tasas de interés y colocando unos niveles máximos, como ocurrió el año pasado.

En primer lugar, esta medida pondría un límite a la propia tasa de los títulos del Banco de la República, lo que podría significar una presión al incremento de la demanda de dólares, por el aumento de su rentabilidad relativa frente a la vigente en pesos.

En segundo lugar, si la tasa de los títulos de participación se vuelve mayor que la tasa de captación del sistema financiero, se correría el riesgo de repetir la nefasta historia de 1991 y los costos de la política monetaria crecerían exponencialmente.

En tercer lugar, el control a las tasas de interés afectaría el crecimiento de la cartera del sector financiero: si ocurre lo mencionado en el primer párrafo, habría un aumento de la demanda de crédito y tendría que existir una provisión adecuada de liquidez, so pena de crear presiones alcistas en las tasas de interés, que impedirían niveles estables de las tasas al

levantar el control; si ocurre lo señalado en el segundo párrafo, habría un cierre de créditos y el sistema financiero entraría a "beneficiarse" de los mayores costos de la política monetaria. Es obvio que cualquiera de estas opciones aumentaría el grado de incertidumbre, con el consecuente efecto negativo sobre los sectores que requieren financiación.

En cuarto lugar, es necesario tener en cuenta que la modernización de la regulación hace que la política económica tenga efectos distintos a aquellos de las épocas de represión financiera; el control de tasas introduciría unas distorsiones descomunales en los balances de las entidades financieras. Tómese, por ejemplo, el caso de la valoración de inversiones a precios de mercado; las inversiones adquiridas a tasas elevadas darían lugar a un notable incremento contable de las utilidades, mientras que las adquiridas durante la vigencia del control tendrían un gran riesgo de pérdida cuando las tasas de interés vuelvan a su cauce después del control.

En fin, resulta claro que se podrían abrir unos espacios por parte de la autoridad monetaria para bajar las tasas de interés y dar una mayor liquidez al sector financiero. No se puede permitir que las elevadas tasas de interés sigan debilitando la actividad económica y arrastren la economía a una recesión sin precedentes, que podría comprometer seriamente la calidad de los activos del sistema financiero; es urgente la adopción de medidas que superen el problema de estabilidad del mercado cambiario y den un alivio a las condiciones de liquidez del mercado, para que los negocios retornen a su senda de crecimiento.

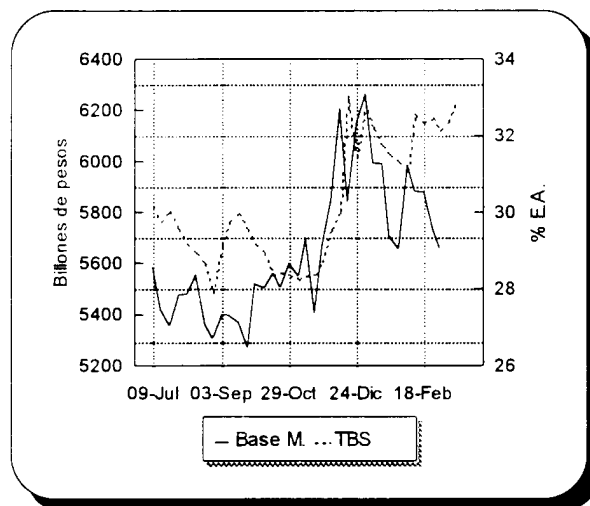
POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

Durante la semana que terminó el 2 de marzo de 1996, M1 aumentó en \$309 mil millones, mientras que la base monetaria se redujo en \$79 mil millones, como resultado de la intervención que en esa semana realizó el Banco de la República en el mercado cambiario (por esta vía se produjo una contracción de \$105 mil millones). Debido a esa situación, la base monetaria registró una tasa de crecimiento anual de 8.1%.

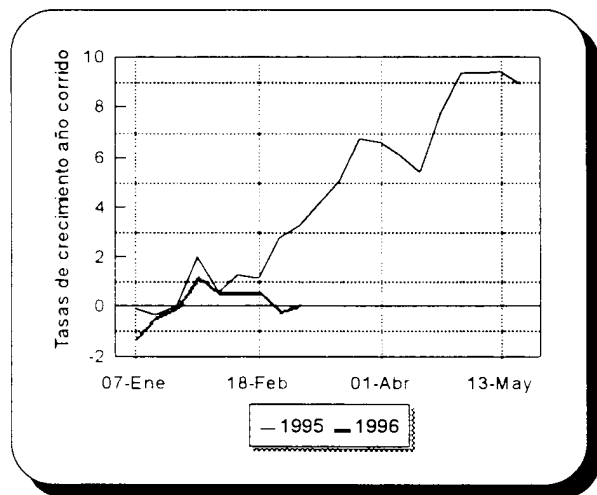
Gráfico 2

Base monetaria y TBS a 90 días (promedio semanal)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.
Cálculos Asobancaria

Gráfico 3
M3. Tasas de crecimiento año corrido



Fuente: Banco de la República

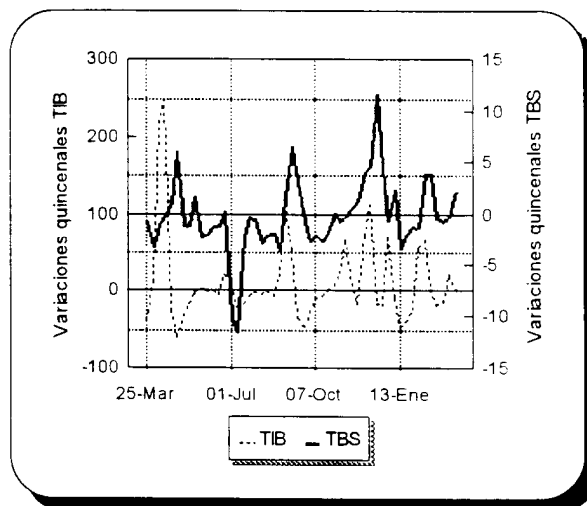
Hechos como este evidencian las repercusiones que tiene la intervención del Banco de la República en el mercado de divisas sobre la liquidez del mercado en pesos, y que dan lugar a aumentos en las tasas de interés (gráfico 2).

La oferta monetaria ampliada, M3, continúa registrando tasas de crecimiento anual cada vez menores; en la semana que terminó el 2 de marzo, la variación fue de 22,1% en lo corrido del año ha crecido tan sólo 0,1%, mientras que el año pasado en esta época registraba 3,3%.

B. Tasas de Interés

Durante la semana que terminó el 15 de marzo, la tasa interbancaria promedio fue de 29,3% E.A., 5 puntos menos que el registro observado una semana atrás.

Gráfico 4
Tasa interbancaria y TBS a 90 días. Tasas de crecimiento quincenal



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria y Superintendencia Bancaria. Cálculos Asobancaria

En esa semana, la TBS a 90 días registró una tasa promedio de 32,93% E.A. que representa un ligero aumento frente al valor observado en la semana anterior.

Cuadro 1
Vencimiento de OMA
(Millones de pesos)

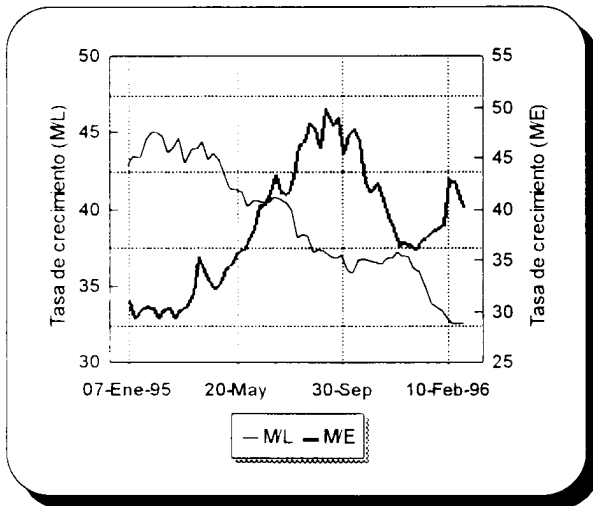
22-mar-96	1.313
26-mar-96	1.454
27-mar-96	40.255
28-mar-96	3.514
Total	46.536

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

C. Cartera de créditos

Durante la semana que terminó el 2 de marzo, la cartera total del sistema financiero registró una tasa de crecimiento anual de 33,9%. La tasa de crecimiento de la cartera en moneda legal se mantuvo, al igual que la semana pasada, en 32,6%; la variación anual de la cartera en moneda extranjera registró un descenso de un punto al llegar a 40,2%.

Gráfico 5
Cartera en moneda legal y en moneda extranjera.
Tasas de crecimiento anual



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

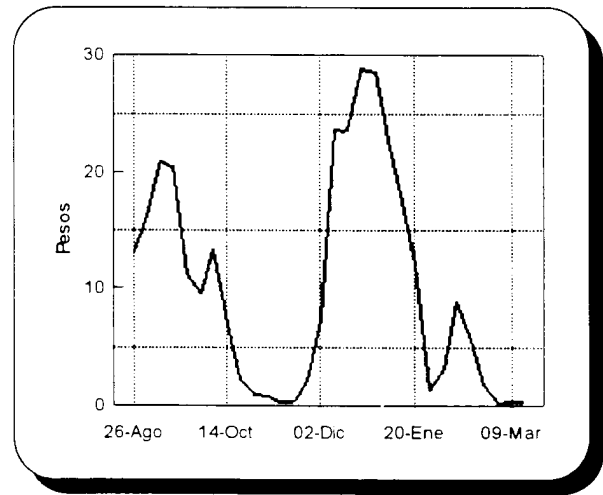
II. MERCADO CAMBIARIO

Durante la semana que terminó el 15 de marzo la TRM estuvo en promedio a 42 centavos del límite superior y el jueves y el viernes la tasa cerró en el techo de la banda cambiaria. La TRM promedio para esa semana fue de \$1.044,82.

Hasta el 15 de marzo, la devaluación anual era de 20,85% y en lo corrido del año de 5,92%. De mantenerse esa tendencia la devaluación para 1996 sería de 17,1%.

De acuerdo con los operadores del mercado, en la última semana no se presentaron suficientes reintegros para equiparar la demanda de divisas por parte de algunas empresas del sector real que hacían pagos al exterior: así mismo, la incertidumbre se mantenía en el mercado en dólares.

Gráfico 6
Diferencia promedio semanal entre el límite superior de la banda cambiaria y la TRM



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

En el gráfico 6 se observa que un comportamiento similar al actual de la TRM sólo se había registrado en noviembre de 1995: a medida que transcurren los días, esta situación se vuelve más peligrosa para el Banco de la República.

La última resolución de la Junta Directiva del Banco de la República sobre endeudamiento externo, busca conseguir lo que la Resolución 3 de 1996 no pudo lograr: generar expectativas de estabilización del mercado cambiario, ante la posibilidad de una mayor entrada de divisas con el fin de reducir las presiones sobre la banda cambiaria.