

## **Tasas de Interés**

### **UN MARGEN PARA LA JUNTA**

En las actuales circunstancias de la economía nacional, ¿es posible bajar las tasas de interés? De ser posible, ¿en qué medida? Son dos preguntas de difícil solución, pero la complejidad de la situación exige buscar respuestas.

Para orientar esta búsqueda con ponderación y buen juicio, es importante distinguir entre las opciones de corto y mediano plazo. La Asobancaria considera que en el corto plazo hay condiciones claras para bajar las tasas de interés, mientras en el mediano plazo prima la incertidumbre.

El descenso de corto plazo podría ser de alrededor de 3 puntos, pero ello depende de que el Banco de la República reduzca la remuneración de los títulos de participación de menos de 7 días.

Desde agosto de 1995, la autoridad monetaria se había visto obligada a mantener una remuneración relativamente alta en el mercado a la vista, para desincentivar la ocurrencia de ataques especulativos contra el peso. Sin embargo, la desactivación de las expectativas de devaluación le devuelve el margen de maniobra a la Junta Directiva del Banco de la República, por lo menos en el corto plazo.

El cambio de esas expectativas se explica básicamente por el aumento neto de divisas provenientes de crédito externo, tanto público como privado (que resulta de la sustitución de crédito público interno por externo, y de la flexibilización de los controles al endeudamiento externo privado)<sup>9</sup> y se evidencia en el comportamiento de las cotizaciones de las operaciones forward de divisas. A finales

de junio la cotización para el 30 de agosto era de \$1.107; a principios de agosto la cotización para esa misma fecha es de \$1,062,5. Esto implica un movimiento desde el límite superior de la banda hasta un nivel de \$45,8 por debajo de ese límite. Durante los meses de junio y julio la entrada de recursos provenientes de la contratación de crédito externo público modificó las expectativas con respecto al comportamiento futuro de la tasa de cambio, en favor de la revaluación. De acuerdo con la programación de desembolsos del sector público consolidado, en esos meses ingresaron al país US\$866 millones. Durante el mismo período, la tasa de cambio promedio del mercado de divisas interbancarias cayó 18 pesos al pasar de \$1.074 a \$1.056.

La programación de desembolsos de crédito externo del sector público para los próximos meses favorece el sostenimiento de las expectativas de revaluación. De acuerdo con la programación de desembolsos del sector público consolidado, del DNP, para los próximos cinco meses se espera una entrada de divisas para financiar gasto público por US\$1.108 millones<sup>1</sup> (21,8% en agosto, 34,4% en septiembre, 12,36% en octubre, 18,32% en noviembre y 13% en diciembre).

El cambio en las expectativas sobre el comportamiento futuro de la tasa de cambio ha venido acompañado, a partir de la segunda semana de junio, de un descenso en el nivel de la tasa interbancaria, como resultado de una flexibilización en las condiciones de liquidez del mercado a la vista. Entre el 14

---

<sup>1</sup> DNP-UIP-DCEI, "Resumen De desembolsos de crédito externo por niveles", mimeo, julio de 1996.

de junio y el 30 de julio esa tasa pasó de 37,7% a 25,5% efectivo anual.

La misma desactivación de las expectativas de revaluación permite una mayor liquidez en el mercado monetario. Esto, porque las entidades financieras demandan menos divisas y, por esa vía, disminuyen su potencial efecto contraccionista sobre la liquidez del mercado de pesos. Por ejemplo, si suponemos que como consecuencia de la tendencia revaluacionista las entidades disminuyen su demanda de dólares a la mitad de la posición propia observada en junio (alrededor de US\$580 millones)<sup>2</sup>, ello le representaría al mercado un incremento de la liquidez de alrededor de \$306.000 millones.

Sin embargo, la tendencia descendente de la tasa interbancaria no se ha acentuado debido al piso que le impone la tasa de captación de los títulos de participación del Banco de la República a uno y siete días (25 % efectivo anual). Independientemente de la evolución de las condiciones de liquidez de la economía, las tasas de interés no bajarán mientras la autoridad monetaria no disminuya la remuneración de sus títulos. Por eso insistimos: en el corto plazo, la palabra es de la Junta.

En las actuales circunstancias no se puede argumentar que una mayor liquidez alimentaría la demanda especulativa por dólares. Las expectativas de revaluación están operando también como mecanismo de protección del peso frente a posibles ataques especulativos al propiciar aumentos de su rentabilidad relativa frente

al dólar. Es más, mientras el ritmo actual de revaluación nominal se mantenga, existirá un margen amplio para reducir la tasa de interés interna sin que con ello se reduzca la rentabilidad relativa peso-dólar. Lamentablemente, el margen existente en el corto plazo para reducir las tasas de interés no se sostiene en el mediano plazo, debido a la incertidumbre política. Aunque los flujos de divisas por parte del sector público se mantengan, la posibilidad de sanciones comerciales y sus implicaciones sobre el ingreso de divisas al país, podrían revertir las expectativas de revaluación. Frente a una eventualidad de este tipo, el aumento de las tasas de interés sería el primer escudo de protección del peso.

En suma, aunque no podemos descartar el riesgo de un cambio inesperado en las actuales expectativas cambiarias, en opinión de la Asobancaria, no es sensato que las acciones de corto plazo de la autoridad monetaria estén determinadas por las eventualidades del mediano plazo: sería tanto como mantener abierto el paraguas en un día de sol ante el temor de que llueva durante el día siguiente.

### **Disminuyen Los Encajes**

La decisión de la Junta Directiva del Banco de la República de reducir el nivel del encaje ordinario de las cuentas corrientes en septiembre (31%) y octubre (26%), necesariamente le proporcionará una mayor liquidez al mercado, que según el Banco de la República será de \$315 mil millones.

La Asobancaria considera que es sana la actitud de la Junta Directiva del Banco de la República de reducir los encajes: sin embargo, aunque se cumpla la meta de un 15% en el nivel del encaje para las cuentas corrientes al finalizar 1996 el mercado de

---

<sup>2</sup> Posición propia de bancos y corporaciones financieras a junio 28 de 1996. Estimación de la Asobancaria con base en información de las entidades financieras.

dinero de fin de año requerirá de otras fuentes de liquidez para evitar que se produzca, al igual que el año pasado, un aumento de las tasas de interés.

## I POLITICA MONETARIA

### A. Agregados Monetarios

Durante la semana que terminó el 20 de julio las tasas de crecimiento anual de M3 y los cuasi dineros conservaron el nivel observado en los últimos dos meses. En esa misma semana M1 presentó una variación anual inferior al promedio de las últimas 8 semanas y la base monetaria registró una variación anual superior a ese promedio (cuadro 1).

#### Cuadro 1

##### Principales agregados monetarios (tasas de crecimiento anual)

	Tasa de crecimiento anual %	
	20-Jul-96	Prom. 8 semanas anteriores
M1	12.5	15.0
M3	16.1	16.3
B. Monetaria	9.7	7.1
Cuasidineros	17.2	17.3

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

Durante 1996 las tasas de crecimiento en lo corrido del año de M1 se han mantenido por debajo de los niveles observados en los años anteriores. De mantenerse esa tendencia, M1 presentaría tasas de crecimiento en lo corrido del año negativas hasta finales de noviembre; de ser así, para que M1 crezca 15% en 1996, durante diciembre debería aumentar en \$1,1 billones. Esta cifra no resulta despreciable si se tiene en cuenta que de reducir el encaje de las cuentas corrientes al 15%, la liberación de recursos apenas rondaría los \$500 mil millones.

Es preciso tener en mente que la iliquidez que se presentó al finalizar 1995 causó un

aumentó exagerado en las tasas de interés, del cual difícilmente estamos saliendo.

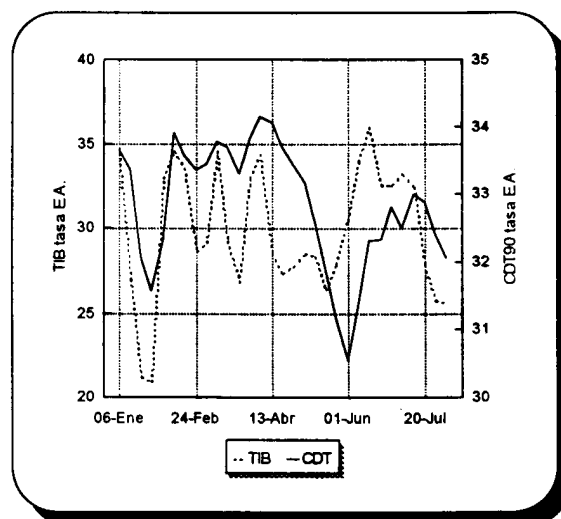
### B. Tasas de interés

En la semana que terminó el 2 de agosto la tasa interbancaria completó 4 semanas en descenso al registrar un valor promedio semanal de 25,6% E.A.

El promedio de la tasa de CDT de tesorería a 90 días también descendió con respecto al valor observado en la semana anterior al cerrar en 32,07% E.A.

#### Gráfico 1

##### TIB y tasa de CDT de tesorería a 90 días



Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria

De acuerdo con la Superintendencia Bancaria la tasa de captación del sistema financiero para la semana que terminó el 19 de julio fue de 32,45% E.A. y la tasa de colocación de 42,89% E.A.

### C. Cartera de créditos

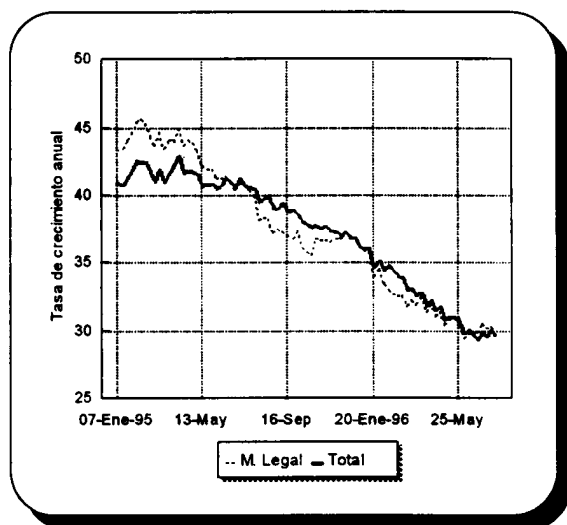
Según cifras del Banco de la República, en la semana que terminó el 20 de julio, la cartera total del sistema financiero registró una tasa de crecimiento anual de 29,55%. La cartera en moneda legal presentó una variación anual de 29,76%; y la cartera en moneda extranjera de 28,54%.

Aunque la tasa de crecimiento anual de la cartera total cayó 6,4 puntos en los primeros cinco meses de 1996, durante junio y julio ha permanecido estable alrededor del 29%; si las tasas de interés mantienen sus niveles actuales, se esperaría que a partir de agosto el crecimiento de la cartera reanude su tendencia descendente.

Según cifras de la Superintendencia Bancaria, en la semana que terminó el 19 de julio el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero presentó un registro de 6,60%; en lo corrido del año, la cartera vencida ha crecido 34,1% y la cartera vigente 12,2%.

### Gráfico 2

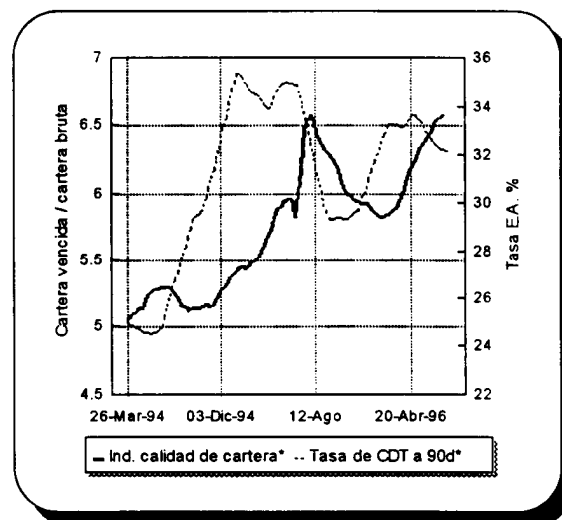
**Tasas de crecimiento anual de la cartera total y en moneda legal del sistema financiero.**



Fuente: Banco de la República

### Gráfico 3

**Indicador de calidad de la cartera y tasa de interés de CDT a 90 días**



\*Promedios móviles trimestrales sobre datos semanales

Fuente: Superintendencia Bancaria y Encuesta Diaria Asobancaria. Cálculos Asobancaria.

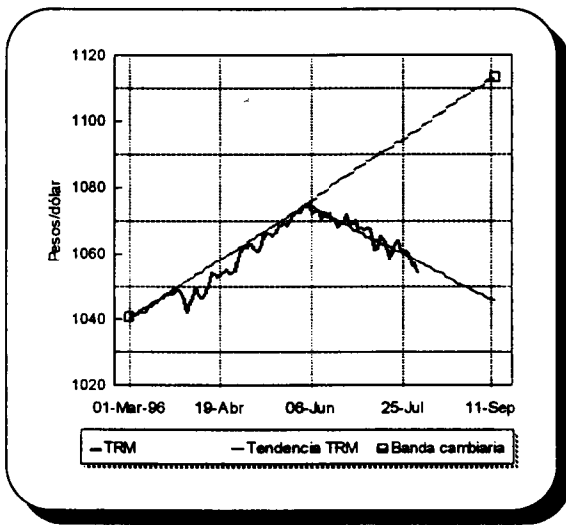
Como se puede observar en el gráfico 3, existe una estrecha relación entre el comportamiento de las tasas de interés y la evolución del indicador de calidad de la cartera del sistema financiero: Una reducción en las tasas de interés no sólo beneficia a los deudores; también al sistema financiero, al mejorar la calidad de su cartera.

## II MERCADO CAMBLARIO

Durante la semana que terminó el 2 de agosto, la TRM estuvo en promedio \$40,38 por debajo del límite superior de la banda cambiaria, diferencia superior en \$10 al promedio observado en la semana anterior.

La devaluación en lo corrido del año está en 6,63%, y la devaluación anual en 14,95%.

**Gráfico 4**  
**TRM, banda cambiaria y tendencia revaluacionista**



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

### III. PRECIOS

El resultado de la inflación en julio hace perder cualquier esperanza de alcanzar el 17% al finalizar 1996; además, creer que la inflación este año será menor que la observada el año anterior, es sólo una vana ilusión.

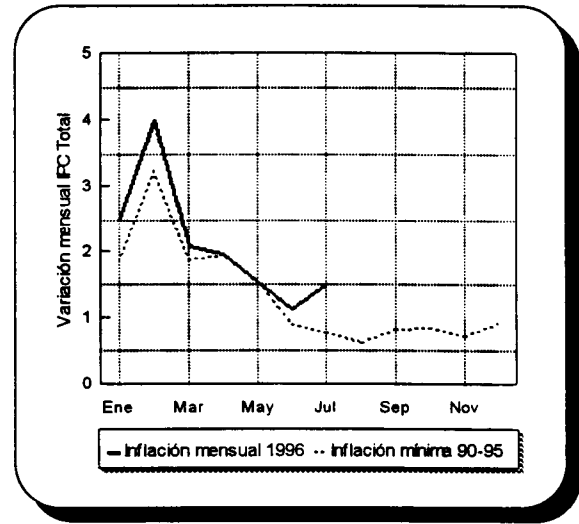
La inflación de 1,51% en julio, es la variación más alta observada en este mes desde 1992; ese valor corresponde a una inflación anual de 20,57%.

Aunque la inflación en cada uno de los 5 meses restantes fuera igual a la menor de cada mes observada en los últimos 6 años (gráfico 5), al finalizar 1996 estaría en 20,4%.

Si los efectos tan esperados de la fuerte restricción monetaria de los últimos dos años sobre la inflación, se presentaran en los próximos meses, con seguridad alcanzaríamos una inflación inferior al 19%; sin embargo, la verdad es que el rezago de la política monetaria sigue ampliándose.

La ineffectividad de la política monetaria para reducir la inflación y su efecto sobre la desaceleración de la economía, dejan en duda los beneficios que para la economía ha traído la restricción monetaria.

**Gráfico 5**  
**Inflación mensual en 1996 y valores mínimos de los años noventa**



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria