



I *ARTICULOS*

TASAS DE INTERES: ¿CAUSA O EFECTO?

*Por: Hernando José Gómez R.**

Deseo agradecer al doctor Mauricio Cárdenas su amable invitación a participar en este foro sobre el tema de las tasas de interés. He querido titular mi intervención "Tasas de Interés: ¿Causa o Efecto?". Esto porque las discusiones de los analistas en muchas ocasiones se limitan a un raciocinio simplista del siguiente tipo: las tasas de interés están altas, el Banco de la República controla los agregados monetarios, por ende, es culpa del Banco de la República que las tasas de interés estén altas.

Naturalmente, esto es sólo parte de la historia, ya que el costo del dinero incluye también la dinámica de la demanda agregada, esto es del gasto público y privado, y la percepción de riesgo que tanto los ahorradores tienen para colocar sus depósitos en una entidad financiera, como el que de sus clientes hacia la misma entidad. De esta forma, surgen las primas de riesgo. Así, por ejemplo, un auge del consumo privado, producto de una mejora temporal en los términos de intercambio, puede incrementar en forma importante el gasto, aumentar a su vez la demanda de crédito y presionar al alza las tasas de interés. En este ejemplo, el banco central ha mantenido su misma posición en el mercado monetario y en ningún momento ha disminuido la oferta. En estas circunstancias, no parecería razo-

nable pedirle al banco central que acomode con expansión monetaria adicional un exceso de gasto, ya que, dependiendo del ciclo económico, buena parte se irá a transformar en un incremento en los precios de la economía.

La teoría económica también nos enseña que cuando los agentes están sujetos a factores económicos, sociales o políticos que incrementan la incertidumbre respecto a la futura evolución de los mercados monetario, crediticio y cambiario, esto se refleja en un mayor deseo de liquidez en contra de los depósitos a plazo elevando las tasas de interés pasivas, y en una mayor preferencia de activos denominados en moneda extranjera vs. moneda nacional, que presionan el mercado cambiario.

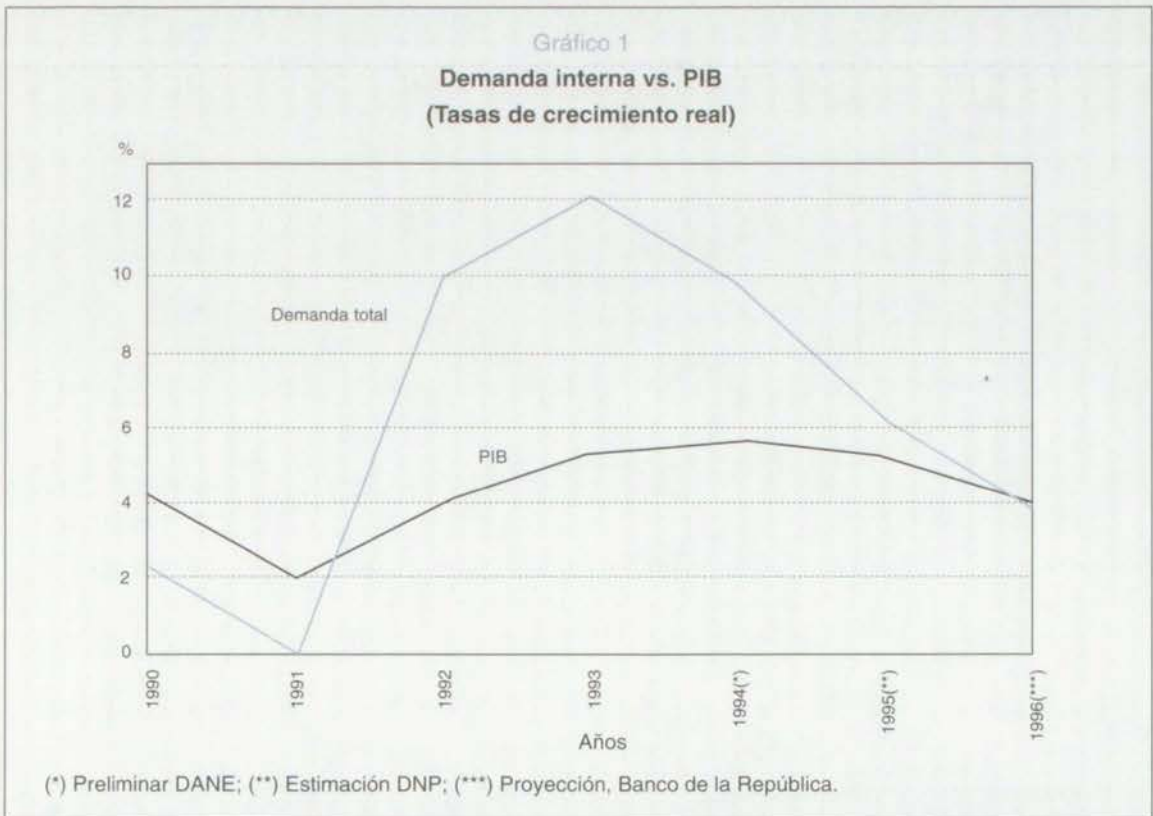
Por otra parte, si los establecimientos de crédito perciben un deterioro en la capacidad de pago de los clientes y por ende, un mayor riesgo de repago en los créditos, aumentará la prima de riesgo en la tasa de interés de los préstamos. Naturalmente, después de cierto nivel de tasas de interés también se ha demostrado que la respuesta óptima de los establecimientos de crédito no es aumentar más su

costo al cliente sino efectuar un racionamiento vía cantidades, esto es prestando menos, lo cual se reflejará en una caída en la tasa de crecimiento de la cartera. En estas circunstancias el banco central puede, con su intervención en los mercados, reducir la incertidumbre, pero de ninguna manera presionar las tasas de interés y la tasa de cambio a niveles inconsistentes con los fundamentales macroeconómicos y las expectativas de los agentes privados.

Toda esta introducción para hacer notar que en este período bien particular de la vida del país, los análisis son complejos y las soluciones no son evidentes, ya que en muchas ocasiones los remedios que se proponen son peores que la enfermedad. En esta presentación analizaré los factores coyunturales que están

afectando el nivel de las tasas de interés. Más adelante miraremos algunos de los factores estructurales por los cuales las tasas de interés de captación y colocación en el país son altas en términos internacionales.

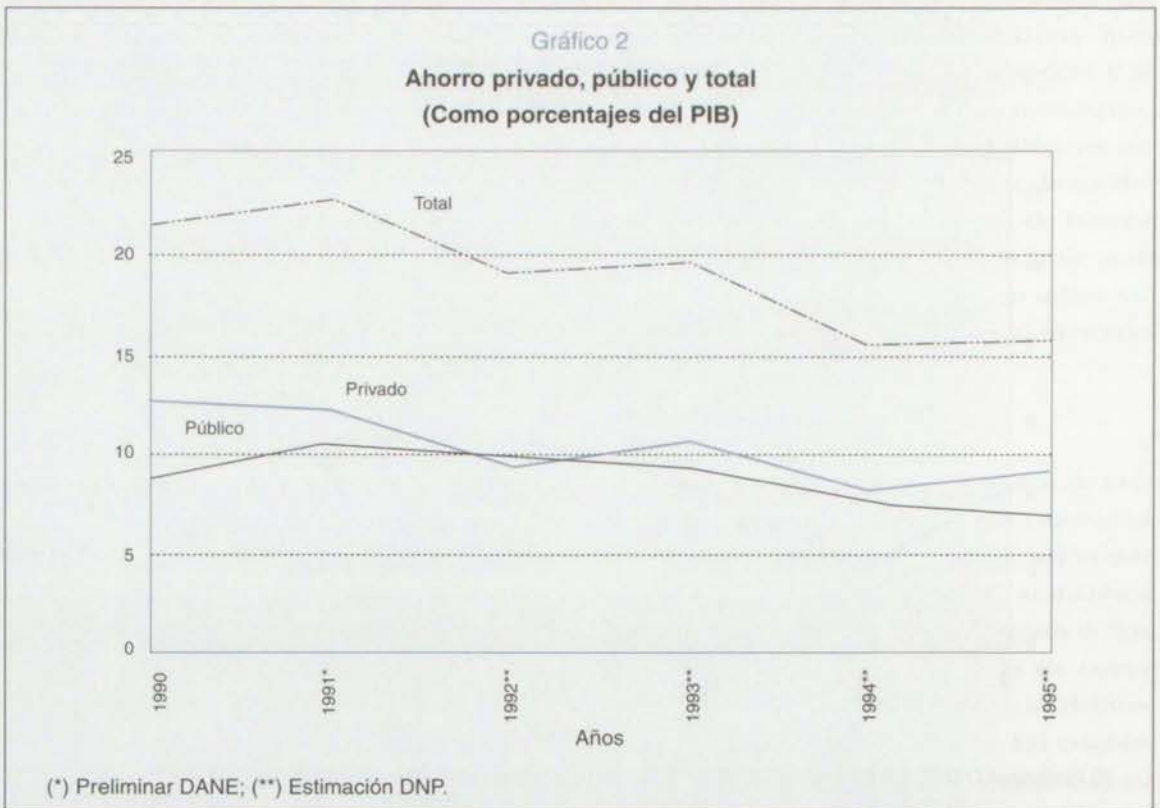
Para el análisis de la coyuntura es conveniente empezar por la evolución de la oferta y la demanda agregadas en los últimos años. En el Gráfico 1 se aprecia la evolución de la demanda total frente al crecimiento del producto. Es claro cómo a partir de 1992 la demanda total creció muy por encima de la oferta producida localmente con tasas promedio superiores al 10% hasta 1994. Ya en el año pasado la demanda total creció a una tasa del 6.2%, tan solo un punto por encima del producto y en el año 1996 debe crecer a una tasa ligeramente inferior a la oferta agregada.



En una circunstancia en la cual, durante varios años, la demanda agregada crece al doble de la tasa del producto se tiene que terminar presionando el precio de los bienes no transables y el exceso de demanda de bienes transables a un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Si bien este proceso afortunadamente fue jalonado por la inversión pública y privada, también es cierto que el consumo del sector público y privado presentó tasas exorbitantes de expansión entre 1992 y 1994. En cuanto al sector público producto, en parte, de las obligaciones fiscales que se crearon con la nueva Constitución, especialmente en lo referente a las transferencias y la creación de nuevos entes como la Fiscalía y el Consejo Superior de la Judicatura, y a la Ley de Seguridad Social que obliga al sector público a cotizar para las pensiones de sus empleados. No obstante, una proporción ele-

vada del incremento del gasto público fue discrecional en áreas como sueldos en justicia y salud, la planta de las fuerzas de seguridad y en inversión en los ya muy conocidos fondos de cofinanciación.

Ahora bien, la dinámica del gasto público y privado tan solo comenzó a estabilizarse el año pasado, aún cuando más marcadamente en el sector privado. Este comportamiento del gasto naturalmente tuvo como contrapartida una disminución en los niveles de ahorro en la economía que oscilaban a comienzos de la década entre 21% y 22% y que ahora escasamente superan el 15% del PIB (Gráfico 2). La caída del ahorro privado fue más sensible que la del público aun cuando el año pasado mostró una tendencia a recuperarse, cosa que aun no sucede con el de las administraciones pú-



blicas. Esto es perjudicial, ya que si bien por períodos y cuantías limitadas un país puede mantener elevados niveles de inversión utilizando masivamente el ahorro externo, como lo hizo Colombia, es un resultado bien conocido de la literatura empírica sobre el desarrollo que la expansión del aparato productivo en el largo plazo está ante todo determinado por los niveles de ahorro doméstico.

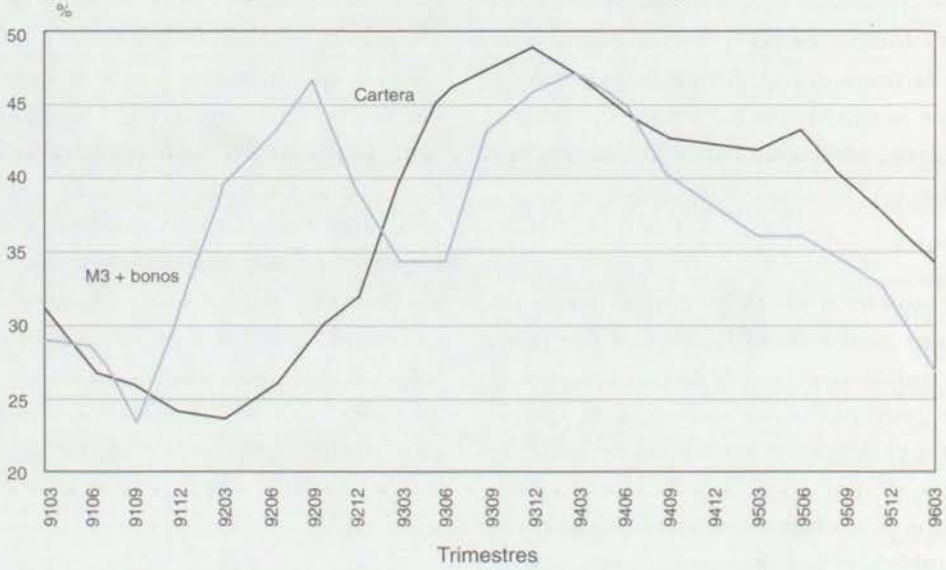
Desde comienzos de 1994, para la Junta Directiva del Banco de la República fue claro que era indispensable que se disminuyera el nivel de gasto público y privado si se quería estabilizar el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la tasa de cambio real, los precios de los bienes no transables versus los transables, evitar un resurgimiento de la inflación y revertir la continua caída en el ahorro. Un banco central mediante el manejo de la liquidez y su efecto en las tasas de interés influye ante todo en la evolución del gasto privado. Es también conocido que, posiblemente, con excepción de algunas empresas industriales y comerciales del Estado, la respuesta del gasto público a incrementos en la tasa de interés real es muy baja o nula. Por ello, desde 1993 la Junta del Banco ha solicitado en forma reiterada al gobierno de turno una disminución en el ritmo de crecimiento del gasto público. Tanto la pasada como la actual administración fueron conscientes de la necesidad de restablecer los equilibrios macroeconómicos básicos y la discusión se centraba entonces en la velocidad del ajuste y en cómo repartir las cargas entre el sector público y el privado. Esta última es una discusión en parte técnica e institucional por las rigideces fiscales de corto plazo, pero también tiene un importante componente ideológico y de economía política.

Por su parte, la Junta, luego de por lo menos un año de permitir que los agregados monetarios se mantuvieran por encima del techo de sus corredores, y el crédito se expandiera a tasas superiores al 50% anual (Gráficos 3 y 4), para su control se decide comenzar a elevar las tasas de interés en la economía. Es importante anotar, como se aprecia en el Gráfico 5, que las tasas de interés fueron especialmente bajas en los años 1992 y 1993, por la preocupación que tenía la Junta de reducir los flujos de capital que estaban apreciando excesivamente las tasas de cambio, esto es, más allá de lo sostenible en el largo plazo. Es así como las tasas de interés reales de captación pasan de -5% en julio de 1992 a tasas promedio de 9% a 11% real en el último año.

Por su parte, las tasas de colocación que llegaron a ser del 4% real suben a niveles entre el 15% y 20% real. Es indudable que estas tasas son elevadas, pero fue el costo de volver a controlar el crecimiento de los agregados monetarios y de la cartera a un ritmo compatible con el crecimiento sostenible de largo plazo de la economía y a su vez, congruente con el mantenimiento de una tendencia decreciente en la tasa de inflación. Ahora bien, además de velar por el valor adquisitivo de la moneda o sea la inflación, el banco central debe garantizar un adecuado funcionamiento del sistema de pagos interno y externo del país. En estas circunstancias era ineludible buscar un aterrizaje suave, ya que de haberse mantenido la explosión del gasto público y privado y del crédito se habría continuado la caída en el ahorro causando el deterioro rápido de la cartera del sistema financiero, debilitando al sector y llevando a un nivel insostenible el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Gráfico 3

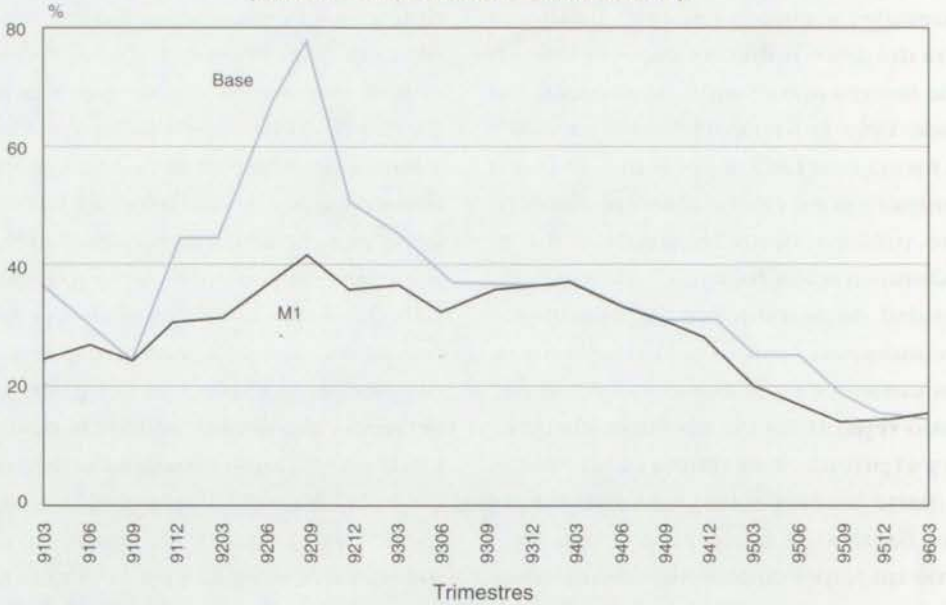
M3 + bonos vs. cartera total
(Tasas de crecimiento nominal anual*)



(*) Promedios trimestrales
Fuente: Banco de la República.

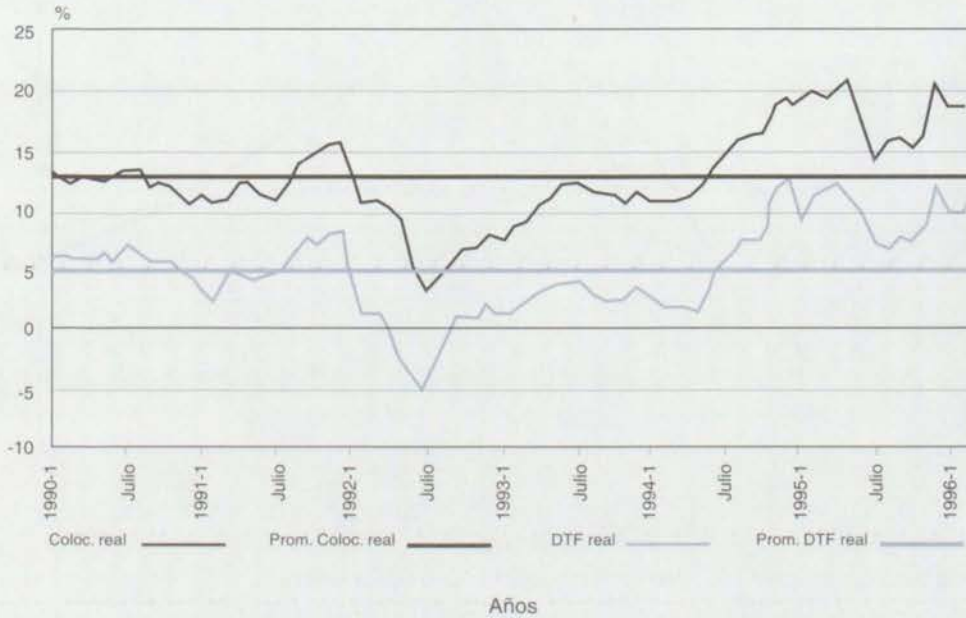
Gráfico 4

M1 y base
(Tasas de crecimiento nominal anual*)



(*) Promedios trimestrales
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5
Tasas de interés reales
(Colocación y DTF)

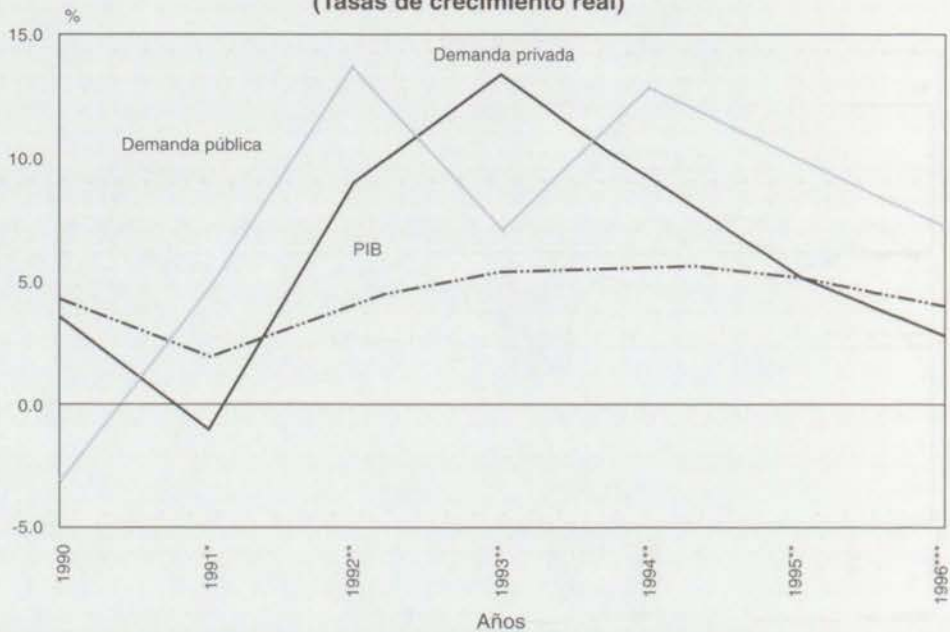


Si bien este gobierno redujo el crecimiento del consumo del sector público del 16.6% en 1994 al 5% en 1995, incrementó la inversión pública de 7.7% a 18.2%, con lo cual la tasa de crecimiento promedio del gasto público fue del 10.1%, cerca al doble del crecimiento del PIB. En este sentido es claro que la mayor proporción del ajuste ha recaído sobre el sector privado cuyo incremento el año anterior fue de tan solo 5%, ó sea la mitad del incremento (Gráficos 6 y 7). Es por ello que los miembros de la Junta Directiva del Banco coincidimos con las apreciaciones del Gobierno sobre la urgencia de efectuar las reformas legales necesarias que permitan resolver el problema estructural de las finanzas públicas. Para esta labor será fundamental apoyarse en el trabajo de la Comisión para la Racionalización

del Gasto y de las Finanzas Públicas que está identificando los principales problemas que deben resolverse, entre ellos las competencias de los municipios y departamentos y los del gobierno central, la redundancia de varias entidades del sector público y escasa la eficiencia del gasto, especialmente en justicia y orden público.

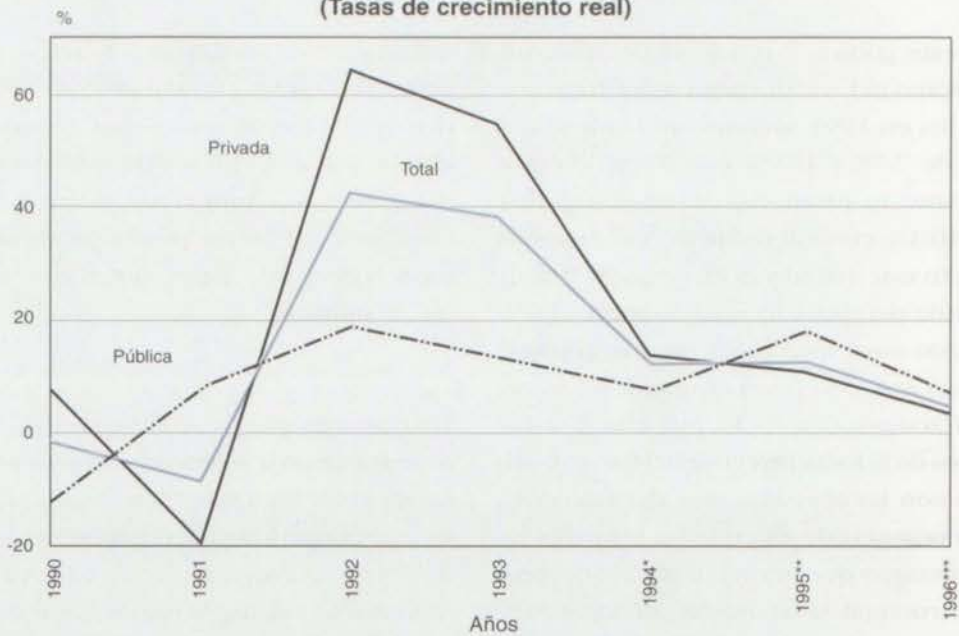
Sin embargo, puede actuar en forma inmediata reduciendo a su mínima expresión el presupuesto de los fondos de cofinanciación, con lo cual podría ahorrar cerca de medio punto del PIB en el presente año. También pareciera importante evaluar la justificación de mantener otras transferencias como el CERT y las excepciones y notas al arancel.

Gráfico 6
Demanda privada y pública vs. PIB
 (Tasas de crecimiento real)



(*) Preliminar DANE; (**) Estimación DNP; (***) Proyección, Banco de la República.

Gráfico 7
Inversión privada, pública y total
 (Tasas de crecimiento real)



(*) Preliminar DANE; (**) Estimación DNP; (***) Proyección, Banco de la República.
 Fuente: DANE, DNP y Banco de la República.

Se deben reconocer los esfuerzos de este gobierno por reducir a un crecimiento más razonable los gastos de funcionamiento. Sin embargo, el déficit del Gobierno Central empeora año tras año y en el actual no sólo alcanzará niveles del 3.8% del PIB (Gráfico 8), sino que, por primera vez en muchos años, sus ingresos ni siquiera serán suficientes para cubrir los pagos corrientes. En otras palabras, su ahorro neto será negativo. El déficit, en buena parte, se financia con el superávit que genera el sector descentralizado especialmente el seguro social, ya que el déficit previsto del sector público no financiero consolidado será equivalente al 0.6% del PIB y el del año anterior parece que fue de tan solo 0.4% del PIB (Gráfico 9).

Si bien estas cifras pueden parecer pequeñas, también es cierto que en un contexto

en el cual el ahorro privado cayó aceleradamente sería conveniente que el Gobierno Central no acaparara todo el ahorro público, obligando al sector privado a complementar todo su defecto de ahorro con recursos externos y reduciendo su nivel de inversión. Es bien conocido que el ahorro privado se recupera lentamente luego de los períodos de auge del consumo, ya que si bien se ha reducido esta fuente de gasto privado, también es cierto que el menor crecimiento del ingreso en esta etapa del ciclo económico hace que el aumento del ahorro privado se demore varios años. El único que puede incrementar su nivel de ahorro en el corto plazo es el gobierno. Por ello, y reconociendo los esfuerzos realizados durante el último año y medio, pienso que son necesarias decisiones radicales en materia fiscal, siendo, a mi juicio, lo más aconsejable una eliminación ojalá completa de los fondos de

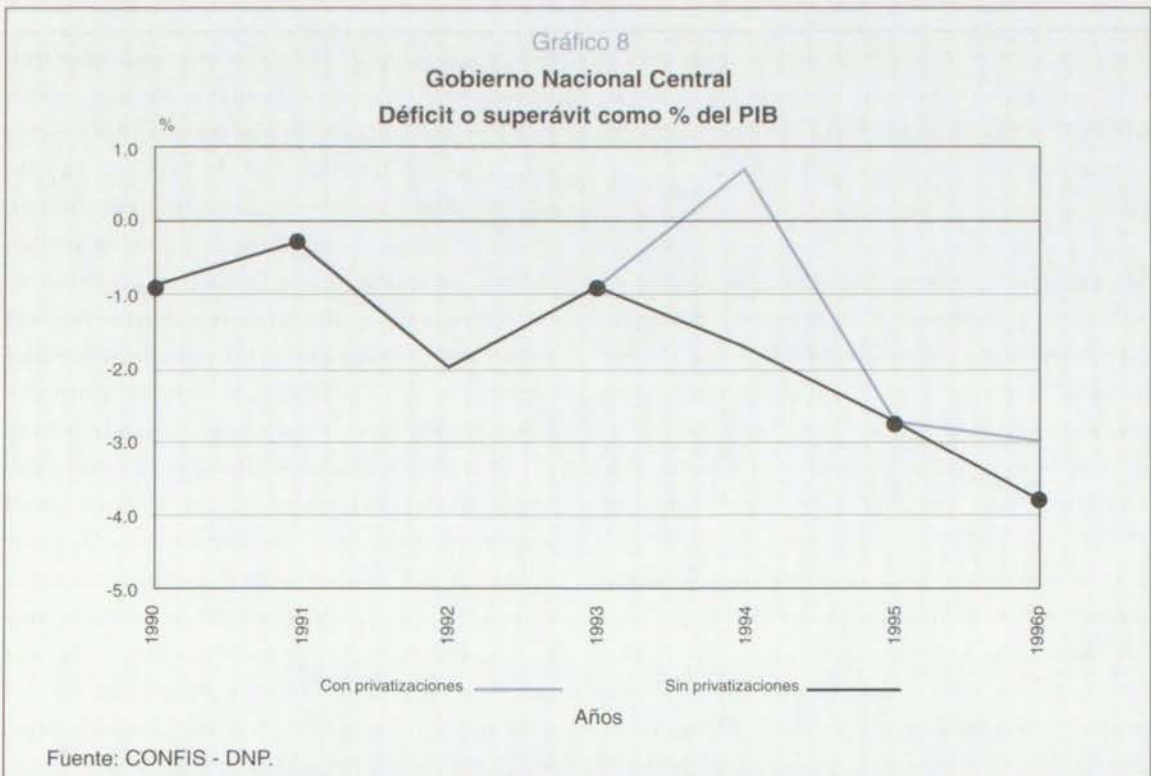
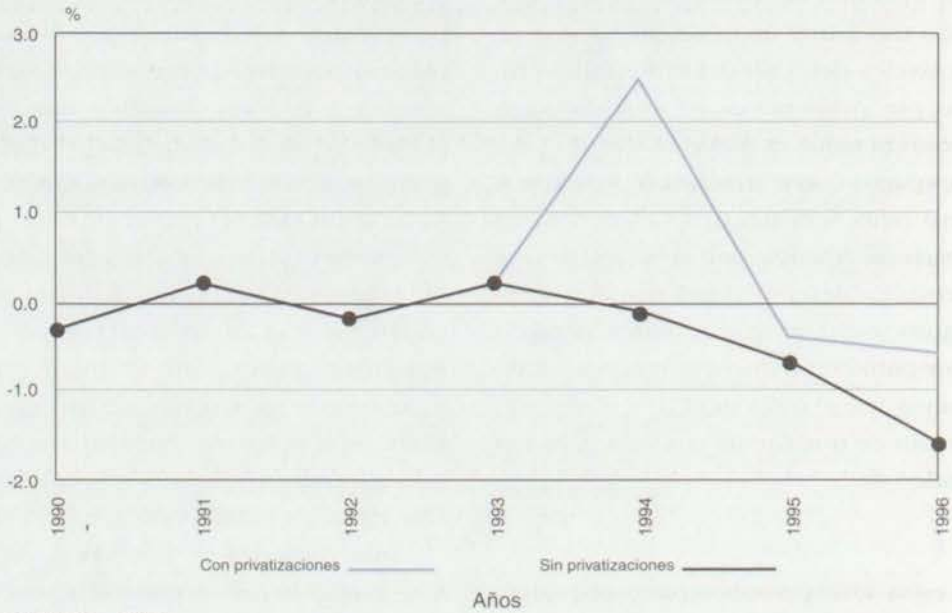


Gráfico 9
Sector público no financiero
Déficit o superávit como % del PIB



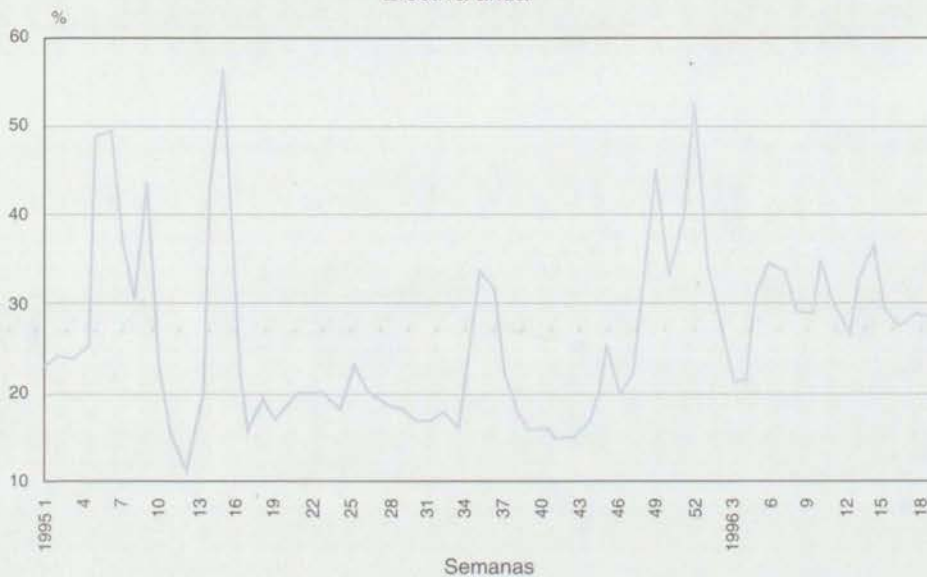
Fuente: CONFIS - DNP.

cofinanciación. Esto liberaría recursos financieros que presionarían a la baja las tasas de interés, generando un favorable proceso de «crowding-in» a la actividad privada.

Ahora bien, como ya lo mencioné, desde el año 1994 la Junta del Banco decidió cumplir con firmeza las metas de crecimiento de los agregados monetarios y de la cartera. Estas metas se elaboraron con base en las necesidades de la economía para crecer a tasas que han fluctuado entre el 4.5% y 5.5% más el objetivo de inflación. Para lograrlo, no se podía continuar con tasas de interés pasivas reales negativas, y de acuerdo con la experiencia pasada era indispensable elevarlas a niveles entre 8% y 10% real para los depósitos a plazos. Esto naturalmente impactó las tasas activas, las cuales también aumentaron (Grá-

fico 5). Al adoptar corredores monetarios que tienen una amplitud de más o menos cuatro puntos se busca evitar rigideces innecesarias en las metas intermedias de política, ya que en los últimos años la demanda de dinero, especialmente de medios de pago, ha probado ser inestable o por lo menos en proceso de desplazamiento, fenómenos que no son inmediatamente detectables por la autoridad monetaria. En la elaboración de los corredores monetarios y de cartera calculados para el presente año, las tasas de interés promedio implícitas en los cálculos eran del 30% anual para el primer semestre. Entonces, si las tasas están en 33%, ¿quiere esto decir que están mal calculados los corredores? Creo que no, pues basta observar el comportamiento de la tasa interbancaria durante lo corrido del año, el cual ha sido estable y en general señala niveles bastante moderados (Gráfico 10).

Gráfico 10
Tasas de interés modal interbancaria (*)
 Efectiva anual



(*) Promedios semanales simples.
 Fuente: Banco de la República.

Así mismo, dado el impacto que tienen las oscilaciones permanentes o bruscas en la tasa interbancaria sobre toda la estructura temporal de tasas de interés, la Junta ha estado interviniendo más activamente en este mercado fijando su tasa de intervención en 35%, cuando el año pasado por esta misma época era del 45%. Basta hablar con los banqueros quienes no se quejan de falta de liquidez sino de la falta de clientes idóneos a quienes prestarles los recursos y de la resistencia de los ahorradores a aceptar menores tasas de interés por depósitos a plazo.

Otra línea de argumentación de algunos analistas es que basta observar que el M1 ha estado por debajo del piso del corredor, para que cualquiera con ojos se dé cuenta que hay un defecto de liquidez en la economía. Sin

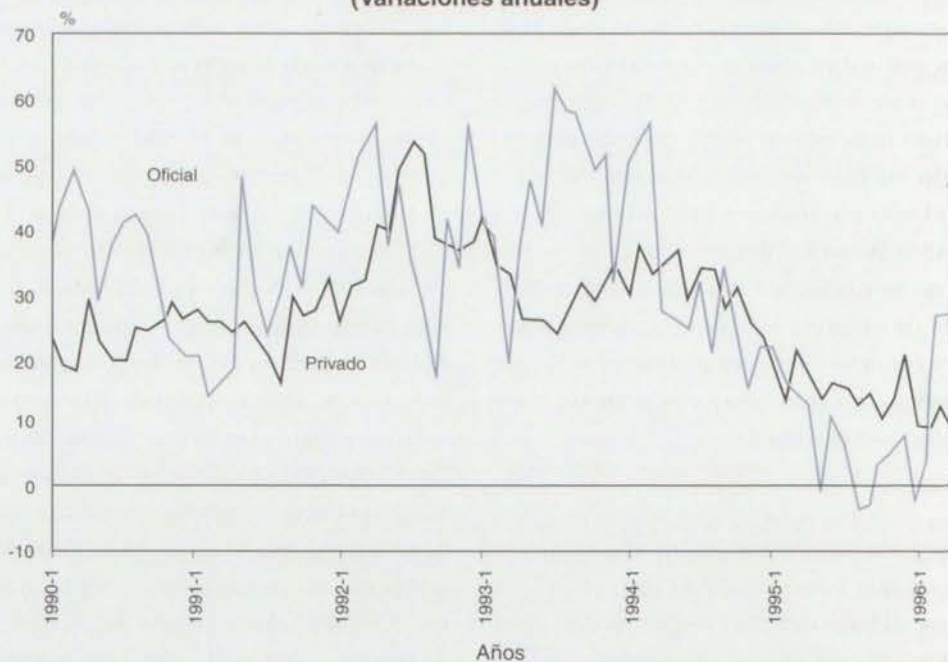
embargo, se están desconociendo dos elementos. En primer lugar, la Tesorería General de la Nación en su afán por racionalizar los excedentes financieros del sector público evita girar a entidades con elevados saldos en cuenta corriente e inclusive las obliga a invertir buena parte de sus excedentes en títulos TES. Con ello se ha reducido sensiblemente la demanda de cuenta corriente oficial, llegando a crecimientos anuales negativos en algunos períodos del año anterior. En segundo lugar, con el desarrollo de la banca electrónica, vía tarjetas débito y banca telefónica, que permiten la transferencia inmediata entre cuentas corrientes y los depósitos de ahorro, ha llevado a una drástica reducción en los depósitos en cuenta corriente de las empresas y las familias (Gráficos 11 y 12). Por su parte, el sistema financiero tampoco defendió estas cuentas por los elevados encajes que pesaban sobre ellas.

Gráfico 11
Depósitos en cuenta corriente
(Variaciones anuales)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 12
Depósitos en cuenta corriente
(Variaciones anuales)



Fuente: Banco de la República.

Es claro que está ocurriendo un rápido proceso de innovación financiera que desplazó la demanda de medios de pago, y mal podría el Emisor tratar de satisfacer una demanda que no existe. Como en cualquier otro mercado, un exceso o defecto de dinero no sólo depende del comportamiento de la oferta sino también de la demanda. Es por ello que a pesar del comportamiento del M1, la base y el M3 más bonos sí están dentro de sus corredores, así sea en su parte baja.

Valga anotar que la Junta al aumentar, en agosto del año anterior, el plazo mínimo de tres a cinco años para el acceso al crédito externo, si bien pudo contribuir temporalmente a frenar el proceso de revaluación de la tasa de cambio, también colaboró a elevar el nivel de las tasas de interés, ya que quienes perdieron su acceso al crédito externo tuvieron que volcar su demanda hacia el sistema financiero local incrementando la demanda de fondos. Con la reciente reducción otra vez del plazo mínimo de endeudamiento a tres años, este factor desaparece.

Entonces ¿por qué están las tasas pasivas tres puntos por encima de lo inicialmente planeado? Yo creo que ese es un misterio con respuesta fácil. Las conocidas fuentes de incertidumbre que pesan sobre los mercados y los agentes económicos han aumentado la preferencia de activos en moneda extranjera y de liquidez en moneda nacional exigiendo un premio mayor por los depósitos a plazo; esto es, se ha incrementado la pendiente de la estructura temporal de tasas de interés. Naturalmente, los establecimientos de crédito quienes realizan una tarea de transformación de plazos, también desean mantener una estructura temporal de sus depósitos, y por ello ter-

minan dispuestos a aumentar las tasas de interés pasivas. Ahora bien, sólo en la medida en que estos factores vayan desapareciendo, para lo cual el banco central viene adoptando una serie de medidas que ayudan en este proceso, pienso que las tasas pasivas y activas comenzarán su descenso.

La decisión de intervención en el mercado interbancario, los menores encajes en la cuenta corriente, la mayor apertura al crédito externo y la posibilidad de prestar en pesos hasta el 10% del patrimonio técnico para los establecimientos de crédito, crean las condiciones para que las tasas de interés puedan reducirse, siempre y cuando éstas logren el propósito de contrarrestar la incertidumbre en el mercado monetario y cambiario. Creo que las medidas de la Junta y la intervención del banco central en el mercado a la vista es muy favorable para la tranquilidad en los mercados, pero difícilmente podrá contrarrestar totalmente otros conocidos fenómenos que afectan las expectativas de la opinión pública.

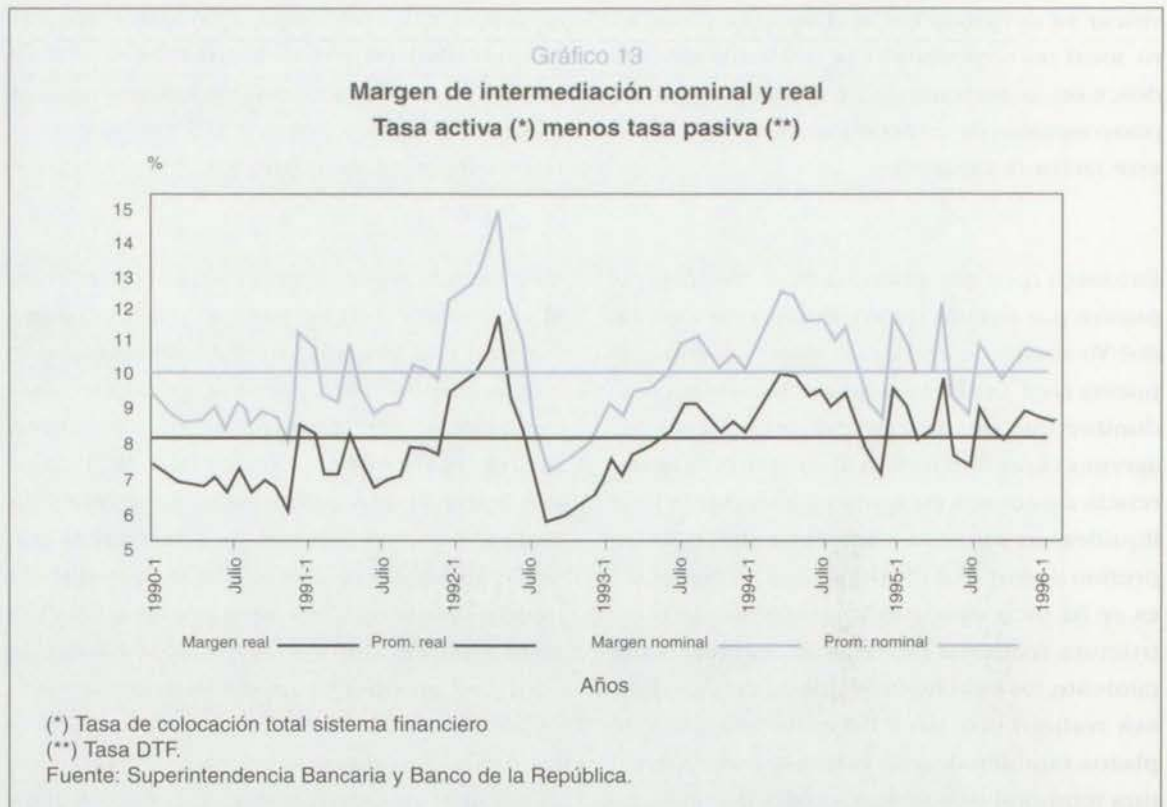
Gracias a la política monetaria responsable, al amplio acceso que tiene el país al crédito externo y al holgado nivel de reservas internacionales del país, para los agentes económicos debe ser claro que el banco central podrá mantener y defender la banda cambiaria. En la medida que se gane credibilidad el ajuste en las tasas de interés será gradual y no de choque. Más aún, no defender la banda cambiaria, no solo tendría efectos inflacionarios sino recesivos graves sobre la actividad productiva. En una economía abierta donde el saldo de la deuda externa del sector privado ya alcanza los US\$9.000 millones, implicaría una extracción de recursos para

atender el servicio de la deuda, que estrangularía el flujo de caja de las empresas en medio de la debilidad de la demanda agregada vigente. Por ello, la Junta del Banco ha reiterado en numerosas ocasiones su voluntad de defender la banda cambiaria, lo cual viene logrando exitosamente.

También deseo contestar la pregunta de por qué han aumentado las tasas activas más que las pasivas, esto es, un aumento en el margen de intermediación (Gráfico 13). De una parte, es posible que la mayor protección vía el incremento a las restricciones al endeudamiento externo pudiera jugar un papel importante el año anterior. Sin embargo, creo que el papel determinante lo constituye un aumento en la prima de riesgo. Una

vez la economía empieza a ajustarse a un patrón de demanda consistente con niveles sostenibles en el largo plazo y esto coincide además con el ciclo bajo de la construcción y de los precios internacionales del café, no es de extrañar que los balances de las empresas desmejoren, la capacidad de endeudamiento de los individuos disminuya, y por ende, surja una prima de riesgo que se refleje en una mayor tasa de interés del crédito en la economía.

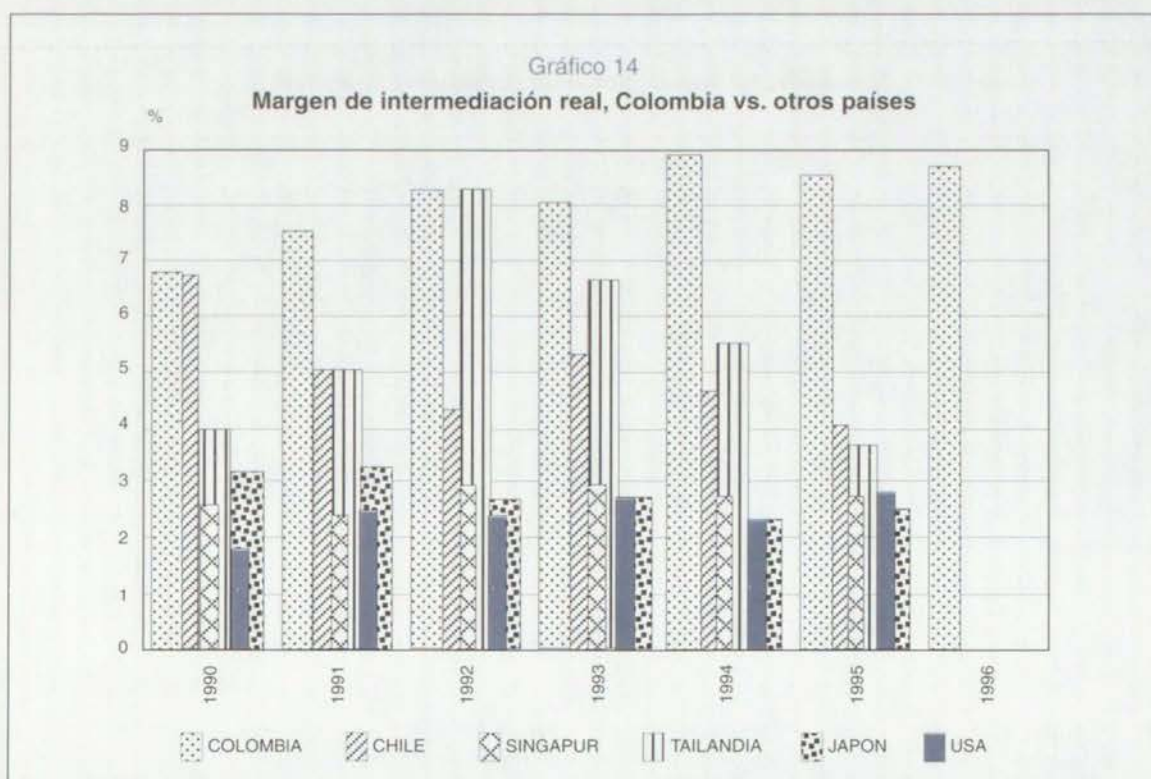
Para concluir esta parte de mi presentación, es indudable que parte importante del incremento en las tasas de interés se buscó por la política de ajuste adelantada en los últimos dos años, pero unos tres puntos de las tasas pasivas y cuatro de las activas responden a



factores exógenos a la política económica. Si bien el Banco de la República ha adoptado una serie de medidas para tratar de neutralizar estos efectos, sería un grave error reducir el nivel de las tasas de interés por las vías administrativas o aumentos en la oferta de liquidez. Se deben crear las condiciones para que disminuyan, pero sólo en la medida en que los agentes económicos reduzcan sus niveles de incertidumbre, cosa que esperamos ya esté sucediendo con las medidas e intervención del banco central, se podrá esperar su disminución efectiva. De otra manera, lo único que lograríamos sería presionar la demanda de divisas y debilitar el balance y la liquidez de las entidades financieras. Por ello, una intervención desatinada en el mercado monetario con excesos de oferta de liquidez o controles administrativos son los tipos de error que no puede cometer un banco central; si no que lo

atestigüe la dolorosa experiencia de países vecinos y de la región.

Obviamente, al observar el nivel de las tasas de interés reales pasivas y activas de países desarrollados y otros en desarrollo con estrategia de crecimiento exitosa, es indudable que las mismas son estructuralmente elevadas en Colombia. Por ello, debemos buscar fórmulas que permitan reducir el nivel de las tasas de interés en el largo plazo y especialmente el margen de intermediación (Gráfico 14). Decisiones como la de permitir en forma limitada el endeudamiento en dólares para prestar en pesos, ayuda a que los establecimientos de crédito puedan mejorar su capacidad de negociación con los grandes ahorradores corporativos. Sin embargo, no hay nada que garantice que esto se traslade a las tasas de interés activas, y aquí entramos a un tema importante.



Siempre se ha dicho que el principal culpable del elevado nivel de las tasas de interés del crédito, son las exorbitantes tasas de encaje. Esto no es cierto, aun cuando es un factor que aún contribuye. Los encajes se han venido reduciendo en promedio en forma importante, y en la actualidad están en 13.3% (Gráficos 15 y 16). En términos netos, esto es, cuando se contabilizan los rendimientos de las inversiones obligatorias tan solo explicarían alrededor de 2.5 puntos del margen. Es indudable que la autoridad monetaria puede seguir bajando, y es conveniente que lo haga, el encaje de la cuenta corriente. Sin embargo, no parece razonable que el colchón de liquidez del conjunto de establecimientos de crédito para enfrentar riesgos sistémicos fuera inferior en el extremo a la mitad del actual nivel observado. Por ello, en el mejor de los casos, vía encajes se podría esperar una reducción de 1.25 puntos en el costo del crédito.

Tal como se aprecia en el gráfico otro factor muy importante que afecta el margen de intermediación es la inflación (Gráfico 13). En efecto, cuando se analiza cuál es el margen real, esto es el valor presente de lo que se recibe entre la tasa de colocación y la tasa de captación, se encuentra que la misma explica alrededor de tres puntos de dicho margen. Será fundamental, entonces, continuar con logros palpables en el proceso de reducción de la inflación que también se trasladarán a los márgenes nominales de intermediación.

Los restantes cinco puntos en el margen de intermediación con relación a la DTF corresponden fundamentalmente a costos de operación. Allí, infortunadamente, la sociedad está pagando los costos de muchas décadas de una elevada protección al sistema financiero, que tiene que acabarse de la misma

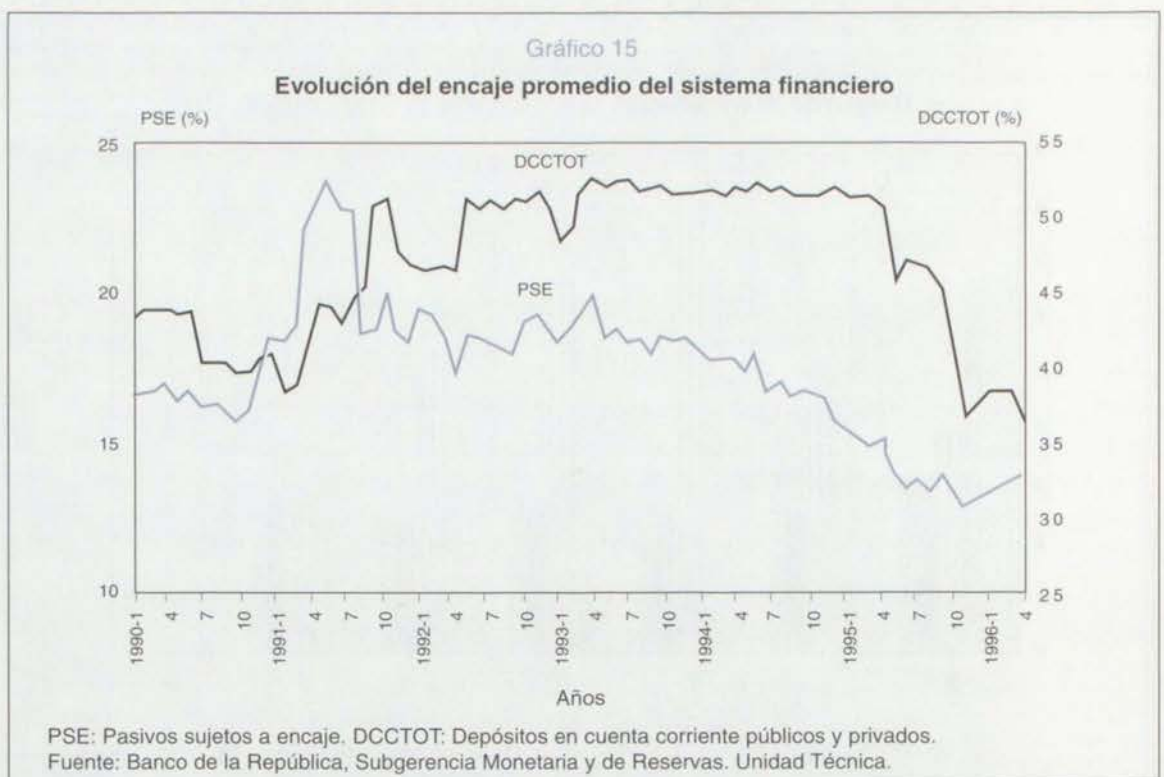
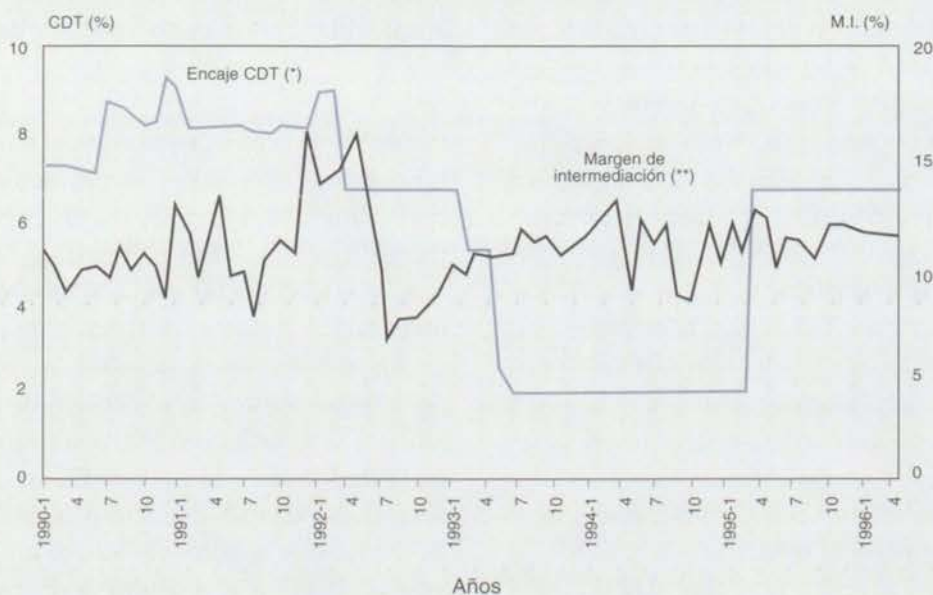


Gráfico 16
Encaje CDT y margen de intermediación



(*) Encaje promedio ponderado de los CDT a distintos plazos. (**) Diferencia entre la tasa promedio de colocación del Sector Financiero y la tasa de los CDT a 90 días.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas, Unidad Técnica.

manera que ocurrió con otros sectores de la economía. Introduciendo una competencia con estándares internacionales de reglamentación y de encajes no hay razón para que las prohibiciones de endeudamiento externo se apliquen a plazos superiores a un año. Sin embargo, para llegar a esto será fundamental que los establecimientos de crédito continúen con su dinámico programa de modernización y reestructuración interna de las entidades iniciado en los últimos años.

Así mismo, preocupa la proliferación de entidades financieras en extremo pequeñas, con una gran concentración en pocos clientes, tanto en la captación como en la colocación de recursos, que difícilmente alcanzarán eco-

nomías de escala indispensables para sobrevivir en el largo plazo en un ambiente competitivo. Es por ello que considero fundamental para alcanzar niveles internacionales de tasas de interés, que se continúe avanzando en la dirección de la banca múltiple donde se puedan racionalizar costos y prestar servicios eficientes y completos a los clientes.

CONCLUSIONES

Para concluir, no deseo terminar sin comentar el título de este Debate de Coyuntura, «¿Deben bajar las tasas de interés? y, en caso afirmativo, ¿Cómo lograrlo?». La primera pregunta tendría que ser ¿deben bajar para qué? Si el propósito es de impulsar la demanda agrega-

da, no sólo parecería que hay poco espacio, ya que ésta se espera crezca en cerca de 4% este año, sino que también su elasticidad es bastante baja y por ende, se requeriría una inmensa reducción perdurable en las tasas de interés, estilo la del año 1992, para tener un impacto significativo que contrarreste factores como el ciclo de la construcción y el del precio internacional del café. Otras personas podrían decir que ésta sería una medida favorable para aliviar el flujo de caja de las empresas. Aquí se está planteando entonces la conveniencia de una transferencia de recursos de los ahorradores a los deudores. ¿Es esto posible en las actuales circunstancias? Como ya vimos, en buena parte, esto dependerá de qué tanto puedan las medidas de la Junta del Banco de la República reducir los factores de incertidumbre en el mercado.

Por ello, la pregunta no es si deben bajar las tasas de interés, sino si ello es posible sin generar graves presiones cambiarias en la economía. Naturalmente, en medio de todo esto el gobierno también es un actor principal y es claro que un menor nivel de gasto de su parte disminuiría la demanda agregada, pero tendría un saludable efecto en las tasas de interés, siendo esto consistente con un mayor crecimiento del sector privado.

Con las consideraciones anteriores, creo que lo que se debe hacer es crear unas condiciones propicias para que, no sólo coyunturalmente sino estructuralmente, se puedan reducir las tasas de interés de la economía. Sin embargo, esto lo decidirán los agentes económicos con base en la coherencia que perciban de la política macroeconómica y de los demás factores exógenos que afectan sus expectativas. Adicionalmente, será fundamental

continuar la apertura del sector financiero manteniendo únicamente controles a los capitales especulativos, que en general se identifican con los créditos diferentes a los de comercio exterior a plazo inferior de un año.

Por su parte, la Junta Directiva del Banco mantendrá una política de estabilización consistente con las tendencias de los precios y la meta de inflación del 17%. Por ello mientras más rápido el sector privado incorpore esta meta en sus políticas de fijación de precios y en sus negociaciones salariales, mayor será la posibilidad minimizar los costos de la reducción de la inflación. Si el Gobierno, el Banco de la República y la sociedad logran romper las muy arraigadas expectativas de inflación de 20%, estoy seguro que como en Chile lograríamos reducir en un periodo muy corto la inflación a niveles de un dígito.

Por último, dada la etapa por la cual atraviesa el país y el exceso de gasto que vivimos en los últimos cuatro años, es natural esperar que el ajuste económico tenga costos que impidan crecer en el corto plazo a tasas elevadas. Sin embargo, en una perspectiva de largo plazo, creo que es mucho más responsable mantener el equilibrio fiscal, de balanza de pagos y la salud del sistema financiero, que la de intentar crecer uno o dos puntos más en 1996, poniendo en grave riesgo la estabilidad futura de la economía.

Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas solamente comprometen a su autor. Intervención en el Debate de Coyuntura Económica sobre el tema "¿Deben bajar las tasas de interés? y, en caso afirmativo, ¿Cómo lograrlo?", organizado por FEDESARROLLO, que se realizará en Santafé de Bogotá, el 25 de abril de 1996.