

## DE INTERESES, ARCANGELES Y DEMONIOS.

En su discurso de la semana pasada en la instalación del congreso de ACOPI, el Presidente Samper utilizó un enfoque popular para el análisis económico. Estableció una división entre buenos y malos agentes del proceso económico; en su opinión, las altas tasas de interés del primer semestre fueron causadas porque las leyes del mercado no funcionaron; y detrás de ese fracaso de las fuerzas del mercado, parece que hay alguien... ¡muy malo!

"Tasas de interés como las que teníamos a comienzo de año significan que ustedes trabajan para el vecino. Es decir, lo que ustedes ganan durante el día los bancos se lo recogen de noche..."

Al parecer, este diagnóstico lo desconoce el Ministro de Hacienda, o no lo ha compartido con sus colegas de la Junta Directiva del Banco de la República, pues hasta ahora no se ha consignado en documentos o medidas de la Junta, ni ha sido mencionado en los diversos escenarios académicos y políticos en que ha participado.

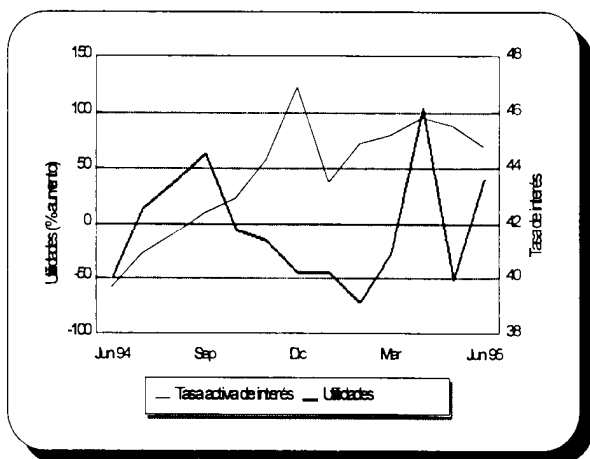
En su último Informe al Congreso, la Junta Directiva del Emisor presentó una explicación de las altas tasas de interés en 1995; puesto que el presidente de la Junta es el Ministro de Hacienda y la Constitución de 1991 estableció la coordinación entre la política monetaria y la política del Gobierno, es de suponerse que el Gobierno avala tal explicación, que resulta contraria a la de Manizales. Textualmente se lee en el Informe: "...Las tasas de interés reales se sitúan a niveles altos en términos históricos"; y, a continuación: "Esta evolución de las tasas de interés refleja los siguientes factores: (1) la política monetaria que mantuvo los agregados monetarios dentro de los corredores; (2) un desequilibrio en el mercado de crédito debido a que éste ha aumentado por encima del crecimiento previsto en la programación, que supone una variación del crédito doméstico del 35%; (3) las menores disponibilidades de recursos externos, provenientes del denominado efecto "tequila" y de los controles al endeudamiento externo; y (4) de un aumento rápido del gasto público tanto del gobierno central como de los municipios y departamentos, cuyo nivel de endeudamiento ha sido más alto de lo esperado" (páginas 14 y 15).

Esta divergencia de opiniones, plantea la necesidad de un amplio debate a la luz del nuevo enfoque, para que la ciudadanía sepa la verdad.

Resulta muy atractivo el enfoque del vecino malo: además, tiene amplia aceptación popular, pues en esta lógica es fácil concluir que mientras más altas sean las tasas de interés mayor será la acumulación de utilidades en el sector financiero, a costa del esfuerzo del vecino bueno (si no fuera porque el vecino bueno es un empresario, también sería fácil acudir a la tesis marxista de la plusvalía); más difícil es relacionar el proceso con los horarios extendidos de las instituciones financieras.

**Gráfico 1**

**Tasa de interés de colocación y crecimiento anual de las utilidades mensuales Junio 1994 - Junio 1995**



\* Tasa activa es el promedio ponderado de los establecimientos de crédito, publicada semanalmente por la Superintendencia Bancaria  
Fuente: Superintendencia Bancaria; cálculos Asobancaria.

Esta teoría tendría que conseguir su fuerza probatoria en los balances de los establecimientos de crédito, que aprueba mensualmente la Superintendencia Bancaria; no debemos perder de vista que el sector financiero es el sector más vigilado en la actividad económica de cualquier país y de ahí que también sea uno de los que cuenta con información de mejor calidad.

Pero no. En el gráfico 1 podemos comprobar que cuando las tasas de interés subían continuamente, las utilidades del sector financiero se iban deteriorando respecto a las obtenidas un año antes... y la comparación está en términos nominales.

Y lo más sorprendente, de cara a la lógica usual Una de las causas de la menor dinámica de las utilidades se encuentra en el aumento de los intereses pagados respecto a los intereses recibidos (cuadro 1). Entre junio de 1994 y junio de 1995, los intereses pagados crecieron 81 por ciento, mientras que los intereses recibidos lo hicieron en 57 por ciento; de esta forma, para el total de los establecimientos de crédito los intereses pagados como porcentaje de los intereses recibidos pasaron de representar el 59,0 por ciento en el año que terminó en junio de 1994, al 72,5 por ciento en el año que terminó en junio de 1995. En síntesis, *contrario senso* a lo esperado, el aumento de las tasas de interés no significó una mayor rentabilidad del sector financiero: las razones son diversas y la limitación de espacio no permite su explicación en esta publicación; pero próximamente la Asobancaria hará un seminario en el que se tratará el tema en forma detallada.

## Cuadro 1

### Intereses recibidos e intereses pagados

Establecimientos de crédito Junio 1993 - Junio 1995 ( Miles de millones de pesos y porcentajes )

ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO	FECHA				Tasas anuales de crecimiento	
	JULIO/93 - JUNIO/94		JULIO/94 - JUNIO/95		Recibidos	Pagados
	Recibidos	Pagados	Recibidos	Pagados		
Sistema Bancario 1/	2398,4	1396,5	3819,8	2333,9	59,3	67,1
Corporaciones Financieras	447,4	349	778,1	669,8	73,9	91,9
Corporaciones de Ahorro y Vivienda 2/	539,6	141,7	819,7	504,9	51,9	256,2
Cias. de Financiamiento Comercial	320,1	244,1	581,8	501,9	81,7	105,7
FEN	218,8	144,7	244,1	162	11,6	11,9
BCH - Sección Comercial	73,5	87	50,4	97,4	-31,5	12
TOTAL	3997,8	2363	6293,9	4269,9	57,4	80,7

FUENTE: ASOBANCARIA. con base en el Informe Mensual Consolidado del Sistema Financiero

1/ INCLUYE CAJA AGRARIA

2/ Incluye la Corporación Central (BCH)

Lo cierto es que los beneficiarios de las altas tasas de interés fueron los ahorradores; desde luego que no todos en igual medida, sino especialmente los más grandes. Esto resulta contrario a la formulación presidencial, puesto que los beneficiarios finales del rendimiento de los ahorros son empresarios no financieros.

Así las cosas, proponemos restablecer la lógica mediante la siguiente formulación: Cuando las tasas de interés aumentan, se produce una transferencia de riqueza desde los deudores hacia los depositantes, especialmente aquellos con mayor capacidad negociadora. También hay una transferencia desde los intermediarios financieros hacia dichos ahorradores, que será mayor mientras más rígidas sean contractualmente, las tasas de interés sobre los créditos existentes.

Y viceversa: Cuando las tasas de interés disminuyen, se produce una transferencia de riqueza desde los ahorradores hacia los deudores. Los intermediarios financieros reciben una parte de esta transferencia, la que será mayor mientras más rígidas sean, contractualmente, las tasas de interés sobre los créditos existentes.

Es un poco más árido que el comentario de Manizales. Pero es cierto.

## I. POLITICA MOINETARIA

### A. Agregados Monetarios

Para la semana que terminó el 9 de septiembre, M1 continuó descendiendo; en esta ocasión, debido a una disminución del multiplicador pues la base monetaria permaneció prácticamente invariable.

Los medios de pago registraron una caída semanal de \$156 mil millones, y su crecimiento anual fue de 11,5%, mientras que en lo corrido del año fue de -9%.

Una proyección simple, ajustando el crecimiento hasta septiembre 9 al comportamiento de M1 observado en los años anteriores, muestra para fin de año un crecimiento anual que no superaría el 16%, bajo el supuesto de que sólo se desinfle el saldo de OMA y no se tomen medidas complementarias. La meta del corredor monetario esta fijada en un 22,3%.

El crecimiento anual de M I, de manera desagregada, muestra una mayor preferencia por el efectivo que crece en 27,6%, mientras que los depósitos en cuenta corriente sólo lo hacen en un 4,3%, de los cuales los depósitos privados aumentan 11,1% y los oficiales -7,8%.

La reserva del sistema financiero presentó para la semana, un crecimiento de \$55 mil millones; su crecimiento anual fue 16,7%. Esto sumado al menor crecimiento de las cuentas corrientes, se ha traducido en un aumento en el coeficiente de reserva del 4,4% en la semana (11,9% anual), de tal forma que el multiplicador monetario ha caído en 2,5% y en 7,6%, de manera respectiva.

En esa semana, el saldo de las OMA presentó una disminución de \$45 mil millones, para terminar en \$860 mil millones, de los cuales sólo el 13% está en manos del sistema financiero.

### B. Tasas de Interés

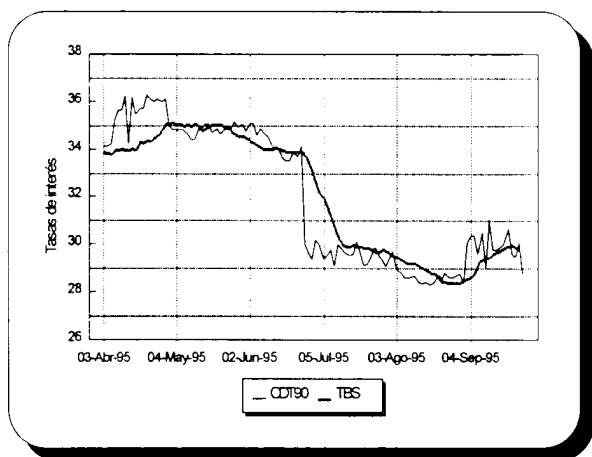
A pesar del apretón monetario, las últimas estadísticas no muestran comportamientos alcistas en las tasas de interés. Sin embargo, lo que pueda ocurrir en adelante dependerá en buena medida de la reacción del mercado al repunte estacional de la demanda de dinero del último trimestre del año.

De acuerdo con la Superintendencia Bancaria, la información correspondiente a la semana del 11 de agosto, se aprecia una relativa estabilidad en el comportamiento de las tasas de interés de captación y colocación del sistema financiero, que se situaron en 29,2% y 39,1%, E.A., respectivamente.

Con información un poco más reciente, para la semana del 22 de septiembre, la tasa de interés de CDT de tesorería (90 días), cerró en 28,8% E.A. Si bien esta tasa de interés, se sitúa en los niveles observados antes del 29 de agosto, su evolución inmediata ha mostrado una mayor inestabilidad (gráfico 2).

**Gráfico 2**

**TBS\* y CDT de tesorería a 90 días**



Fuente: Superintendencia bancaria y Encuesta diaria Asobancaria.

\*Promedios móviles de orden 10, para bancos: a 90 días.

En esa misma semana, la tasa interbancaria, siguió con la tendencia descendente iniciada la semana anterior.

### C. Cartera de Créditos.

En la semana que terminó el 9 de septiembre, la cartera del sistema financiero aumentó \$321 mil millones (39,5% anual).

Debido a un error, la Superintendencia Bancaria publicó para el 4 de agosto cifras inexactas de la cartera vencida, lo que distorsionó los indicadores de calidad de cartera de esa semana. Sin embargo, hasta la fecha no se ha publicado la información corregida.

De acuerdo con lo anterior, para el 11 de agosto el indicador de calidad de cartera (cartera vencida cartera total bruta), fue de 6,1% para el sistema financiero.

#### **Cuadro 2**

##### **Establecimientos de Crédito**

##### **Indicador de Calidad de la Cartera\***

	Diciembre 1994	Agosto 11 1995	Variación absoluta
Bancos	5.6%	7.0%	1.4%
C.F.	2.9%	3.4%	0.5%
C.A.V	4.1%	5.0%	0.9%
C.F.C.	11.3%	11.1%	(0.2)%
O.C.G.S.	5.0%	5.7%	0.7%
Total Sistema	5.2%	6.1%	0.9%

*Fuente: Informe Financiero semanal Superintendencia Bancaria.  
cálculos Asobancaria.*

*\*Cartera vencida / cartera bruta*

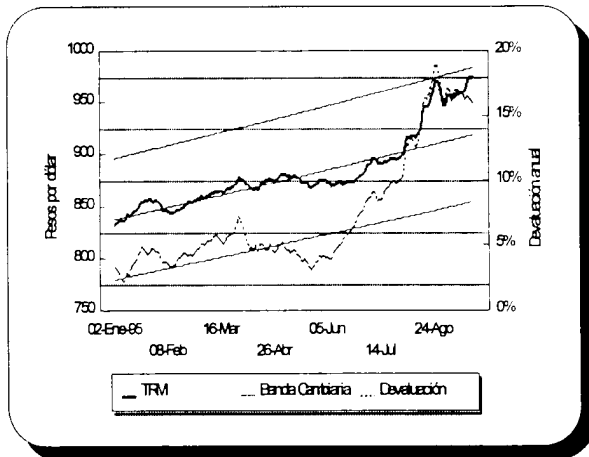
## **11. MERCADO CAMBIARIO**

En la semana que terminó el 22 de septiembre la tasa representativa del mercado cerró en \$976,2, con una devaluación de 16,3% en lo corrido del año y 15,8% con respecto a igual fecha de 1994.

La información de la balanza cambiaria, a septiembre 8 de 1995, revela que las reservas internacionales netas de caja, eran de US\$8114 millones, superiores en US\$198 millones (2,5%), respecto a su saldo en igual fecha del año pasado. Sin embargo, este saldo representa una caída de US\$ 168 millones desde el 29 de julio, cuando se tuvo el nivel más alto de reservas internacionales en lo corrido del año. Durante la semana del 8 de septiembre, se presentó una caída de US\$50 millones.

La balanza cambiaria tuvo por una parte un déficit de US\$1936 millones en la cuenta corriente, debido a los menores ingresos de exportaciones de café, compras de oro, y aumentos en los pagos de intereses.

**Gráfico 3**  
**Tasa Representativa del Mercado, Banda cambiaria**  
**y devaluación anual.**



Fuente: Banco de la República

A su turno, la cuenta de capital presentó un superávit de US\$2.414 millones, originado en los mayores ingresos provenientes de las cuentas de compensación en el exterior, y en las compras de divisas a los intermediarios del mercado cambiario.