

ALGUNAS CAUSAS E IMPLICACIONES  
DEL ALTO NIVEL DE LAS TASAS DE  
INTERES

Por: Jorge Mejía Salazar

PUBLICACION No. 10

Cali, Junio de 1982

INSTITUTO COLOMBIANO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE INCOLDA

-- I C E S I --

El autor de este artículo, doctor Jorge Mejía Salazar, es Ingeniero de Petróleos de la Universidad de Berkeley, California.

El doctor Mejía ha ocupado los siguientes cargos:

Vice Presidente Regional para Latinoamérica de la Mobil Latin American.

Ministro de Agricultura durante la Junta Militar de Gobierno.

Gerente para Colombia de la Raymond Concrete Pipe Co.

En la actualidad es Presidente del Banco de Bogotá desde 1963.

Ha obtenido las siguientes condecoraciones:

Gran Cruz de la Orden de Boyacá.

Cruz al Mérito Industrial.

La Orden al Mérito de la Sociedad de Agricultores de Colombia.

La orden de San Jorge.

La responsabilidad de las opiniones expresadas es del autor.

El material de este artículo puede ser reproducido sin autorización si se menciona su autor y como fuente "Publicaciones del ICESI".

LOS EDITORES

Cali, Junio de 1982

Ante todo, quiero agradecer a Alberto León Betancourt su gentil invitación para dirigirme hoy a ustedes con motivo de la Asamblea General de Afiliados de Incolda en esta ciudad de Cali. Deseo aprovechar esta oportunidad para hacer algunas reflexiones sobre un tema que viene ocupando la atención de empresarios, banqueros, consumidores y gobiernos de todo el mundo: el de algunas de las causas e implicaciones del alto nivel de las tasas de interés, fenómeno que de ninguna manera es exclusivamente colombiano.

Inicialmente, es conveniente precisar algunos de los términos. La tasa de interés refleja el costo de oportunidad de entregar una suma de dinero hoy para recuperarla en el futuro. En este sentido, la tasa de interés mide no solamente la productividad del capital sino también las expectativas en materia de la desvalorización del dinero, o sea la inflación esperada, por lo menos en lo referente a las tasas de largo plazo. En el corto plazo, el nivel de la tasa puede ser afectado por numerosos factores, como veremos más adelante.

No es correcto, sin embargo, hablar de la tasa de interés. Existen tantas tasas de interés como clases de créditos: ordinarios, de fomento, hipotecarios, en Upac, a corto plazo, a largo plazo, etc. La única justificación para hablar de esa entelequia llamada "la tasa de interés" reside en que la experiencia indica que las diferentes tasas tienden a variar en la misma dirección y que se hallan inter-relacionadas.

Cuando se dice en la prensa colombiana que la tasa de captación, es decir, la que pagan los bancos y corporaciones por depósitos a término, es del orden del 32 % anual pagado por trimestres anticipados, nos estamos refiriendo realmente a un mercado específico, el de los Certificados de Depósito a Término, recursos estos usados principalmente para conceder crédito no dirigido u ordinario, mercado en el cual hay libertad total de pactar tasas de interés. Pero más de la tercera parte de los préstamos y descuentos de las entidades financieras reguladas (bancos, corporaciones, etc.) se hacen a tasas muy inferiores a las del crédito ordinario. Las líneas de fomento del Banco de la República tienen niveles que van desde el 15 % anual en adelante; los créditos en Upac también son a tasas inferiores a las ordinarias, así como son los de la Caja Agraria, el IFI, etc. Para el Banco de Bogotá los créditos a través de líneas de fomento representan el 30 % del total de sus préstamos y descuentos y la rentabilidad promedio de dicha cartera en 1981 fue solo del 24 % .

Llegados a este punto podríamos entonces reformular nuestra pregunta sobre el nivel de la tasa de interés de manera distinta. A qué se debe que la tasa de interés de crédito ordinario a que se puede obtener dinero en Colombia, haya llegado a niveles que se consideran demasiado altos en comparación con el ritmo anual de inflación del país?

La pregunta no es simplemente académica y la gente tiene razón cuando discute el fenómeno con preocupación. Un elevado nivel de las tasas de interés reales, aunque tiende a estimular el aho-

rro tiene efectos perturbadores sobre la asignación de recursos, pues desincentiva la inversión productiva, especialmente la de más largo plazo, y encarece el costo de producción, que se refleja en mayor precio de los bienes, así como en el costo de los productos que se venden a plazos.

No es por casualidad que tanto en el exterior como en Colombia las altas tasas reales de interés estén acompañadas de una caída del ritmo de crecimiento de la economía, y muy especialmente del de aquellos sectores más directamente vinculados a la disponibilidad de crédito barato, como lo son la inversión en activos fijos, la vivienda y la industria automotriz.

No son pocas las explicaciones que se han intentado de las causas del alto nivel real de los intereses. La mayoría de ellas, desafortunadamente, pecan por demasiado parciales o incompletas.

El “monetarismo simplificado” afirma que las tasas de interés tienen un componente real, determinado por la productividad promedio del capital, digamos de un 5 % anual; y el resto de la tasa nominal de interés mide las expectativas de inflación, que a su vez son determinadas por el ritmo de incremento de los medios de pago. Esto podría ser útil como explicación de los niveles de las tasas de interés en el largo plazo. Pero difícilmente podría creerse que para el caso de los certificados de depósito a término, por ejemplo, las expectativas de inflación a corto plazo sean del orden del 35 % anual, cifra a la que llegaríamos descontándole al 40 % anual efectivo a que se captan dichos recursos, los cinco puntos correspondientes a la productividad del capital. Por consiguiente, debe haber otras razones que expliquen el alto nivel de la tasa de interés en el corto plazo. Por su parte, la tasa de colocación de cartera ordinaria es obviamente el resultante de la tasa de captación de los CDT, más un margen razonable de intermediación.

Tampoco podemos aceptar que, como dicen algunos comentaristas, las altas tasas de interés real imperantes en Colombia sean un fenómeno puramente local, atribuible a los enormes márgenes de intermediación que ganan las entidades financieras del país supuestamente coaligadas en un cerrado cartel. La verdad es que en los propios Estados Unidos las tasas de interés han alcanzado niveles reales muy superiores a los obtenidos en las décadas de los años sesentas y setentas, y que los márgenes de intermediación en bancos y corporaciones colombianos vienen reduciéndose significativamente en los últimos años. Para referirme solamente a los bancos, querría anotar que en 1970 el 20 % de sus recursos correspondía a depósitos a plazo pagados, y el resto eran los de cuentas corrientes. En la actualidad, ese porcentaje se ha aumentado al 54 % lo que ha traído como consecuencia una caída del margen operacional de la banca, definida como la relación entre las utilidades operacionales y el total de los activos bancarios, relación que pasó de 1.7 en 1970 a 1.3 en 1981.

Falsa es pues la hipótesis que pretende explicar las altas tasas reales de interés en Colombia apelando a versiones de oligopolios encubiertos. Para tratar de llegar al corazón del problema, creo mucho más acertado orientarnos con el clásico instrumento del análisis de oferta y demanda.

Qué ha pasado con la demanda del crédito? Diferentes estudios han llegado a la conclusión de que, a medida que aumenta el grado de modernización de una economía aumenta su relación Capital-Producto y con ella, la intensidad del uso del crédito por cada unidad de Producto Interno Bruto.

Colombia no ha sido ajena a este fenómeno que acompaña a cambios importantes en la estructura productiva del país. Es así como entre 1963 y la fecha, aumentó la participación de la industria productora de bienes intermedios y de capital en el total del producto industrial.

La economía inflacionaria de la última década y las expectativas de que ésta va a continuar, han acelerado la tendencia anterior al mayor uso del crédito. Y el fenómeno de la doble tributación de los dividendos ha hecho que el capital accionario sea el más costoso para las sociedades. No es de extrañar, entonces, que el grado de endeudamiento de las principales sociedades anónimas del país y por lo tanto su demanda de crédito, se haya venido incrementando notablemente. En 1960 el nivel de endeudamiento de las principales empresas colombianas definido como la relación entre pasivo para con terceros a activo total fue del 28 % ; en 1971 este índice ascendió a 37.1 y en 1980 ya era superior al 61 % .

Por otra parte, la política anti-inflacionaria del Gobierno de contraer el circulante con instrumentos adicionales a los encajes bancarios, lo llevó en los últimos años a hacer uso intensivo de las operaciones de mercado abierto con títulos que ofrecían rentabilidades seguras y atractivas y que de por sí le ponían un piso a la tasa de captación en el mercado.

Por último, quiero hacer nuevamente énfasis especial en la inter-relación entre el mercado de dinero de cortísimo plazo (menos de un mes) y el de corto y mediano plazo (Certificados de Depósito, Pagaré de las Compañías de Financiamiento Comercial, Bonos de las Corporaciones, etc). Tal como afirmaba en un principio, la experiencia internacional demuestra que esos mercados están ligados entre sí, y que la presión sobre uno de ellos se traslada a los demás tarde que temprano.

En Colombia, las entidades bancarias son demandantes importantes del crédito a cortísimo plazo, que lo necesitan para cumplir con los reglamentos de encajes. Pero la forma como ellos se computan, especialmente el atraso en conocer los encajes efectivamente requeridos por los bancos en el de la República crea una gran incertidumbre en el manejo de la liquidez bancaria, que se traduce en grandes excesos o faltantes de encaje, que los bancos deben entrar a suplir recurriendo al mercado de dinero. Pero la pequeñez de los fondos del mercado, hace que la demanda de los bancos mantenga éste en constante presión y con altas tasas de interés, ante la alternativa del costo que deben pagar los bancos por su desencaje, que es superior al 60 % anual si se tiene en cuenta que estos costos no son deducibles de impuestos. Hay que tener en cuenta, además, que muchos de los oferentes de recursos también colocan fondos en instrumentos a plazos mayores, como los C.D.T., y no es de extrañar entonces, que aspiren a recibir tasas de interés similares a las que se pagan a corto plazo en todos los casos. Y de esta manera, se le pone al mercado libre de recursos una especie de piso institucional que no refleja ni el ritmo de la inflación ni la conveniencia de los bancos, sino simplemente el costo de oportunidad de quedar estos desencajados por la falta, en parte, de información oportuna de parte del sistema bancario.

Frente a un panorama de necesidades crecientes de recursos de crédito, qué ha pasado con la oferta de dinero?

Un primer fenómeno ha sido el cambio dramático, atrás señalado, en las fuentes del crédito. La política monetaria de la década de los 70, vigente aún en buena parte, elevó radicalmente el nivel promedio de los encajes bancarios sobre las cuentas corrientes, que habían sido tradicionalmente la principal fuente de crédito (pasaron de 35 % en 1970 a cerca del 65 % en la actualidad al considerar el efecto de los encajes marginales). Ello obligó a buscar depósitos pagados (los llamados cuasi-dineros) a través de diversas formas. Motivó además una enorme proliferación de intermediarios de todo tipo, puesto que se volvió negocio captar los recursos que una empresa necesita directamente del mercado, en lugar de pagar a los bancos una comisión por hacerlo. De allí la necesidad sentida por todos los grupos industriales del país de llegar directamente a los ahorradores, creando intermediarios o emitiendo sus propios papeles comerciales, libres de encajes y demás restricciones bancarias.

Prueba de lo anterior es que en 1970 los bancos tenían el 80 % de las colocaciones del sistema financiero regulado por la Superintendencia Bancaria, y que en 1981 este porcentaje fue solo del 58 % . Y la composición de los pasivos bancarios se había modificado sustancialmente en favor de los recursos pagados, como ya se explicó, con un aumento considerable en los costos de la operación bancaria.

La misma coyuntura económica que forzó a elevar los encajes bancarios llevó también al Gobierno a mediados de la década pasada al cierre virtual del crédito externo para capital de trabajo, que es un regulador importante del nivel de las tasas de interés en el país.

Bien conocida es la relación entre el nivel interno de las tasas de interés, el ritmo de la devaluación y las tasas externas. Cuando el "Prime Rate" norteamericano está en 16 % , por ejemplo, y la devaluación nuestra anda por el 18 % anual, no sería difícil para una empresa sólida colombiana conseguir créditos externos con costo real del 34 % anual.

Por otra parte, la variabilidad en las tasas de inflación y su tendencia al aumento, han creado en los ahorradores una gran incertidumbre, que los lleva a colocar sus fondos a corto plazo; ello acarrea una seria vulnerabilidad de las entidades financieras, que se ven obligadas a rotar trimestralmente sus captaciones al paso que su cartera no ofrece la misma flexibilidad.

Esto nos trae a la coyuntura económica actual, de corte claramente recesivo. En este tipo de circunstancias, las empresas ven disminuir sus ventas, utilidades y liquidez propia y se ven obligadas a endeudarse anormalmente para financiar su producción e inventarios. No es de extrañar entonces, que en las épocas de recesión aumente marcadamente en todo el mundo el endeudamiento de las empresas; y la cartera vencida de los bancos, que, por ejemplo, se ha aumentado en 73 % en Colombia en el último año.

Ello no hace sino multiplicar la vulnerabilidad de los intermediarios financieros ante una oferta de recursos concentrados en buena parte y orientada a instrumentos de corto plazo; es decir, se aumenta el poder de negociación del oferente de ahorro en la determinación de la tasa de interés, frente a intermediarios e inversionistas.

Como resultado de este análisis me inclino a pensar que, definitivamente las medidas más importantes para rebajar la tasa de interés tienen que ver con la corrección de fallas estructurales como las atrás descritas.

El solo manejo del problema, vía una reducción rápida del ritmo de incremento de los medios de pago, es una terapia lenta y dolorosa para rebajar las tasas de interés, como lo demuestran varias experiencias internacionales. El recurrir a los controles directos, de tipo administrativo, sobre las tasas de interés cobradas por las entidades reguladas lleva inexorablemente, como antes, a la aparición de más intermediarios no regulados y al debilitamiento adicional de la Banca. Por otra parte, esos controles ya existen. En la actualidad, la ley prohíbe a las entidades financieras cobrar

más del doble de la tasa bancaria ordinaria, que la Superintendencia Bancaria ha fijado en el 18 % anual. Por tanto, hay un tope legal del 36 % que en la práctica ha sido desvirtuado de mil maneras por los intermediarios que no están sujetos a las regulaciones del Gobierno, tope que, de rebajarse en las actuales condiciones inflacionarias, haría gran daño a las entidades financieras reguladas, únicas que lo cumplirían.

Es necesario devolverle al país la confianza en su moneda, y eliminar las expectativas inflacionarias crecientes que, como ya vimos atrás, son un elemento de gran importancia en la determinación del nivel general de las tasas de interés. Ello hace imperativo encontrar soluciones para las emisiones originadas en la acumulación de reservas o en la monetización del déficit fiscal. Un ingrediente básico en cualquier esquema anti-inflacionario tiene que consistir en el fomento de la producción de alimentos y vivienda, como tantas veces se ha dicho, y de otros bienes y servicios que se ofrecen en la economía.

Se requiere fortalecer el mercado financiero. La solución obvia en el largo plazo es el aumento del ahorro interno. En el corto plazo una solución podría ser la de complementar el ahorro interno con el ahorro externo facilitando el acceso selectivo a dicho endeudamiento para capital de trabajo de las empresas, a medida que siga el descenso de nuestras reservas internacionales, sobre todo teniendo en cuenta la continuidad de la política cambiaria que ha sido tan improductiva en el pasado. Esta sería una forma de aumentar la oferta de recursos al sistema productivo.

Es necesario lograr la meta de un manejo más estable de los medios de pago, tratando de evitar las fluctuaciones estacionales de fin de año, para así disminuir, a su vez, la fluctuación en las tasas de interés real.

En lo referente al encaje bancario debe pensarse en 1. Mejorar la disponibilidad de los recursos provenientes de los depósitos en cuenta corriente y 2. Deben introducirse las reformas administrativas necesarias para disminuir la presión de los bancos en el mercado monetario, generada por las necesidades de cumplir con unos requisitos de encaje sin tener la información oportuna para ello.

Creo también que ha llegado el momento de revisar la legislación tributaria en toda su extensión, y, en especial, el tratamiento discriminatorio contra los dividendos y en favor del alto endeudamiento.

En conclusión, creo que sólo analizando en profundidad factores de oferta y demanda de



crédito como los aquí expuestos, es posible llegar, entre todos, a un diagnóstico preciso de las causas de ese fenómeno que tanto daño nos viene haciendo, el de las altas tasas reales de interés, por lo menos para el crédito ordinario. De ser correctas las apreciaciones que he hecho, habría que deducir también que las medidas de política monetaria que tendrían que tomarse para corregir el problema no son únicamente de tipo microeconómico, sino que se exige atacar a fondo una serie de distorsiones estructurales del mercado financiero nacional.

Podríamos seguir aquí discutiendo indefinidamente sobre estos temas, pero siento que ya he abusado en exceso de su tiempo y atención. Espero que esta conferencia haya servido para mostrar la complejidad de los factores que intervienen en el proceso de altas tasas de interés que viven Colombia y el mundo, y cómo su rebaja tan necesaria para las economías, sólo se logrará si se toman en cuenta las rigideces institucionales que tanto han agravado aquí un fenómeno de por sí internacional.

Agradezco a ustedes la atención que me han prestado y espero haber contribuído, así sea en mínima parte, al mejor entendimiento de un problema complicado, que evite que la opinión pública presione a soluciones políticas cuando las que se necesitan son de otro orden.

Muchas gracias.

## PUBLICACIONES DEL ICESI

- No. 1 La Metodología de Sistemas y la Solución de Problemas Sociales.  
Autor: Alberto León Betancourt, Ph. D.  
Mimeógrafo  
29 Páginas  
Marzo de 1.980
- No. 2 Composición Anticipada de Intereses. Su efecto sobre la Evaluación Económica de Inversiones y su Relación con el Descuento Bancario.  
Autor: Luis Fernando Gutiérrez, M. Sc.  
Mimeógrafo  
18 páginas  
Junio de 1.980
- No. 3 La Gran Cruzada contra la Desvivienda  
Autor: Germán Holguín Zamorano, Master en Administración Industrial.  
Mimeógrafo  
10 páginas  
Agosto de 1980
- No. 4 Modelo de Expansión de un Sector Productivo  
Autor: Alberto León Betancourt, Ph. D.  
Mimeógrafo  
22 páginas  
Octubre de 1980
- No. 5 La Falacia del Interés Efectivo en los intereses anticipados  
Autor: Luis Fernando Gutiérrez, M. Sc.  
Mimeógrafo  
14 páginas  
Febrero de 1981
- No. 6 Planeación Estratégica  
Autor: Jorge Enrique Botero Uribe, M.A., M.B.A.  
Mimeógrafo  
41 páginas  
Mayo de 1981
- No. 7 Algunas ideas acerca del futuro de la relación entre el Hombre y el Conocimiento.  
Autor: Alberto León Betancourt, Ph. D.  
Mimeógrafo  
12 páginas  
Agosto de 1981
- No. 8 La Tercera Alternativa  
Autor: Doctor Alberto Díaz del Castillo  
Mimeógrafo  
21 páginas  
Septiembre de 1981
- No. 9 Los intereses sobre saldos y su relación con el interés compuesto y los pagos por cuotas. Intereses anticipados.  
Autor: Luis Fernando Gutiérrez, M. Sc.  
Mimeógrafo  
21 páginas  
Marzo de 1982
- No. 10 Algunas causas e implicaciones del alto nivel de las tasas de interés.  
Autor: Jorge Mejía Salazar  
Mimeógrafo  
7 páginas  
Junio de 1982