

*Mitos y realidades
de la política monetaria*

**¿Cómo se relacionan las
utilidades del sistema
financiero con cambios en la
tasa de política monetaria?**



Bibiana Taboada



Mauricio Villamizar

¿Cómo se relacionan las utilidades del sistema financiero con cambios en la tasa de política monetaria?

Escrito por Mauricio Villamizar-Villegas, Roberto Steiner-Sampedro, Bibiana Taboada-Arango y Manuela Bernal-Rojas

En este capítulo analizamos el comportamiento de las utilidades de los establecimientos de crédito frente al ciclo monetario y mostramos que no existe una relación clara y estable entre los cambios en la tasa de política monetaria (TPM) y las utilidades del sistema financiero. Como argumentamos a través del capítulo, esto se debe a que el Banco no beneficia ni perjudica sistemáticamente al sistema financiero.

Como punto de partida, mencionamos dos aspectos relevantes. Primero, que las acciones del Banco de la República son de carácter impersonal: no se toman decisiones favoreciendo sectores, regiones o establecimientos particulares. Esto es un claro contraste frente a lo que ocurría previo a la Constitución de 1991, cuando el Banco tenía dentro de sus funciones el manejo del crédito de fomento. Como lo hemos mencionado en capítulos anteriores, el objetivo principal de la política monetaria (no solo en Colombia, sino alrededor del mundo) es suavizar los ciclos económicos para asegurar la estabilidad macroeconómica. En particular, toda la política de estabilización se hace con el propósito de maximizar la capacidad productiva y el bienestar de largo plazo del país, activando el freno cuando la economía va muy acelerada hacia sendas que no son sostenibles, o activando el acelerador cuando está pasando por un momento de baja actividad.

El segundo aspecto es que, desde que el Banco adoptó el esquema de inflación objetivo en 1999, el principal instrumento de política monetaria ha sido la tasa de política monetaria (TPM). Sin embargo, solo algunos de los canales de transmisión de la política monetaria actúan por medio de la estructura de tasas de interés (en el capítulo 10 ahondaremos en estos). En la operatividad de estos canales inciden características estructurales de la economía (en general) y del sistema financiero (en particular), como por ejemplo, el nivel de profundidad financiera (qué tanto participan los establecimientos de crédito dentro de la actividad económica), la liquidez y solvencia del sistema, y el grado de concentración o poder de mercado de sus participantes¹. También inciden decisiones de los bancos y otras entidades financieras (es decir, desde la oferta crediticia), tales como el nivel de riesgo que están dispuestos a asumir al otorgar un crédito o si deciden especializarse en algún segmento de la cartera. Por el lado de la demanda, influye qué tanto hogares o firmas estén dispuestos a endeudarse y a qué costo. Por último, también

¹ Según el Banco Mundial, Colombia cuenta con una alta concentración en su sistema financiero, ya que los activos de los tres bancos comerciales más grandes representan cerca del 70 % del total de los activos bancarios, una relación que se ha mantenido durante las últimas décadas.

impactan las regulaciones financieras (impuestas por la Superintendencia Financiera y el Banco de la República) que limitan el riesgo sistémico del sector bancario, evitando exposiciones y apalancamientos excesivos. Todos estos factores son tomados en cuenta por las entidades financieras al maximizar sus beneficios y son la razón por la que las utilidades pueden desligarse del ciclo monetario.

Las utilidades de los intermediarios financieros se pueden desagregar en los siguientes componentes: ingresos netos de interés (lo que se recibe por concepto de créditos o tasa activa menos lo que pagan por depósitos o tasa pasiva, recogidos por el margen de intermediación); provisiones (los respaldos de los créditos en caso de que se produzcan impagos); ingresos y egresos por valoración de inversiones; ingresos y gastos por rubros distintos a intereses (como comisiones); gastos de funcionamiento y pago de impuestos. Nos concentramos en los primeros tres componentes, que son los más directamente relacionados con el comportamiento de la TPM.

¿Qué es la TPM y cómo afecta al resto de tasas del sistema?

La TPM es el interés que el Banco cobra por prestarle recursos al sistema financiero, generalmente a un día, mediante operaciones repo. Además, sirve como referencia para establecer la tasa de interés máxima que el Banco les paga a las entidades por recibirles la liquidez que tengan como excedente. En su dinámica más simple, cuando la TPM aumenta se vuelve más costoso para los establecimientos de crédito conseguir recursos, lo cual eventualmente se traduce en un aumento del resto de tasas de interés del mercado (tanto las que se cobran por los préstamos como las que se ofrecen por captar depósitos) y en un cambio en la disposición a ahorrar (o endeudarse) de los agentes de la economía.

La transmisión de la política monetaria (valga decir, de los cambios en la TPM) es un asunto complejo en tanto no todas las tasas de interés reaccionan al mismo tiempo ni en la misma magnitud, por no mencionar que los tiempos y la magnitud de dicha reacción varían dependiendo de un cúmulo de circunstancias. Además, la transmisión puede variar dependiendo de si la TPM está subiendo (ciclo de contracción monetaria) o bajando (ciclo de expansión monetaria).

Ahora bien, sobre este punto la literatura es mixta. Por ejemplo, Borio y Fritz (1995) encuentran que, para el caso de doce países industrializados, el ajuste de las tasas de los créditos es más lento cuando la TPM se reduce en comparación a cuando aumenta. Una posible explicación de este fenómeno es que durante las recesiones (situación donde la TPM se reduce) el riesgo crediticio y las exigencias para otorgar crédito aumentan. Por el contrario, Gambacorta y Iannotti (2007), para el caso de Italia, y Galindo y Steiner (2020), para el caso de Colombia, argumentan que los incrementos de la TPM se demoran más en transmitirse a las demás tasas que las disminuciones y dicha transmisión puede no ser plena con el propósito de no elevar la probabilidad de impagos (i.e., deterioro de la cartera). Como veremos a lo largo de este capítulo, es clave diferenciar la parte inicial de un ciclo de aumentos de la TPM (partiendo de una tasa baja, como lo hizo Colombia a finales de 2021) frente a una parte final del ciclo, cuando los

aumentos son sobre tasas ya altas (como lo hizo Colombia a finales de 2022 y principios del 2023).

Comportamiento de los componentes de las utilidades

Margen de intermediación

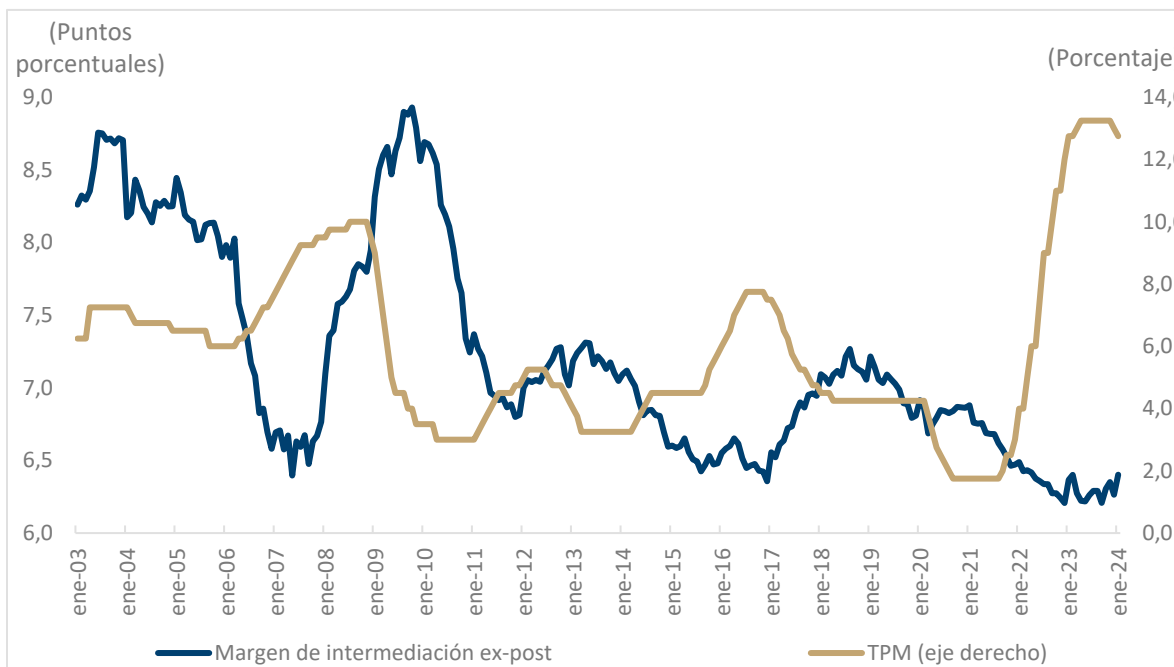
A la diferencia entre la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva del sistema financiero se le conoce como margen de intermediación. El Gráfico 9.1 muestra esta medida, definida como la diferencia entre los ingresos derivados de prestar recursos y los costos derivados de captar depósitos². Las tasas de interés de los créditos y captaciones provienen de los balances de los bancos y se estiman como la razón entre el flujo de intereses recibidos (o pagados) y el saldo de la cartera (o de las captaciones), expresadas en términos anuales.

Si bien cambios en la TPM pueden afectar rápidamente las tasas de interés de las *nuevas colocaciones* (cosechas) y las *nuevas captaciones*, toman más tiempo en afectar el saldo total de la cartera y los depósitos. Esta demora es menor entre mayor sea el porcentaje de rubros que se encuentren a tasa de interés variable (tasas indexadas a, por ejemplo, la tasa interbancaria, que sigue muy de cerca a la TPM) y entre menores sean los plazos. Importante aclarar que el análisis que viene a continuación aplica para el sistema bancario en su conjunto, y no se puede descartar que un banco en particular tenga una estructura de balance (por plazos y por indexación de tasas) gracias al cual siempre gana (o siempre pierde) ante cambios en la TPM.

El principal aspecto que salta a la vista en el Gráfico 9.1 es la relación levemente inversa (correlación negativa de -0,13) entre el margen de intermediación y la TPM para los 20 años considerados. Para ilustrar, en el periodo de la pospandemia, el Banco subió la TPM en 11,50 puntos porcentuales, mientras que el margen de intermediación se redujo levemente. En otras palabras, aun teniendo en cuenta que todas las tasas del mercado aumentaron, las de los créditos crecieron menos que las de los depósitos. Evidentemente, se encuentran subperíodos en que la correlación es positiva y subperíodos en que es negativa de manera más pronunciada.

² Utilizamos la medida *ex post* del margen de intermediación. La medida alterna, conocida como el margen de intermediación *ex ante*, contiene supuestos muy fuertes que prácticamente nunca se cumplen, entre ellos que todos los recursos captados por los establecimientos de crédito se asignan a créditos y que los créditos extendidos se recuperan en su totalidad. Supone un reprecio automático de todos los créditos y las captaciones ante cambios en la TPM.

Gráfico 9.1. Margen de intermediación ex post y TPM



Fuente: Banco de la República.

Provisiones

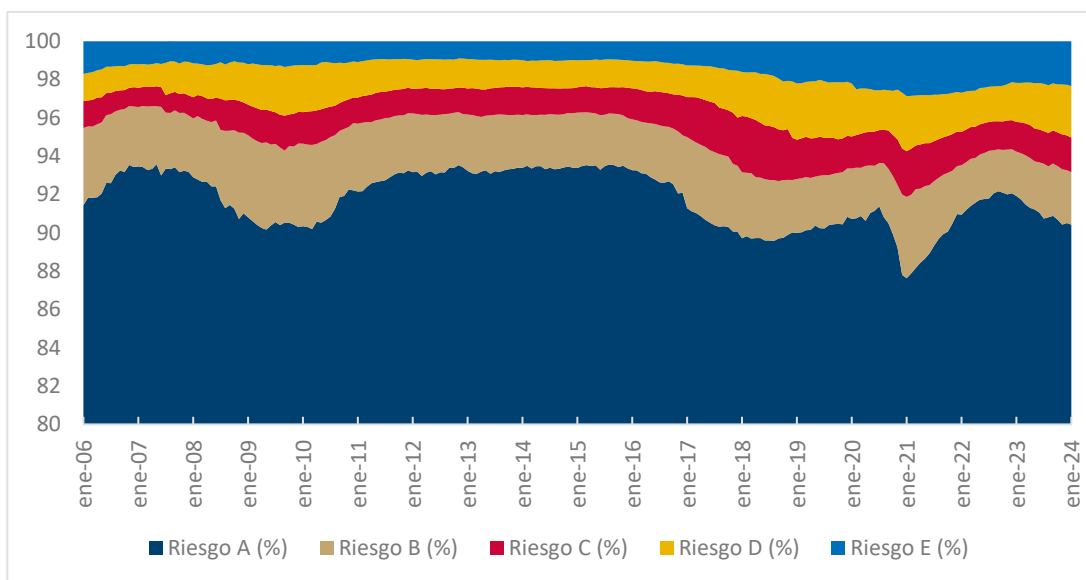
Las provisiones son un seguro de protección ante el posible impago de los préstamos que realizan los establecimientos de crédito. Por regulación, por cada crédito otorgado (y dependiendo de su calificación de riesgo), se deben mantener recursos “parqueados”, sin la oportunidad de ganar intereses. El Gráfico 9.2 muestra la evolución de la composición de la cartera por tipo de riesgo (donde la calificación A representa el menor riesgo y la E el mayor riesgo). Hay varias razones por las que esta composición puede cambiar. Una de estas es que, por ejemplo, cuando la economía está en un momento de auge y las tasas de interés son bajas (y se mantienen bajas por mucho tiempo), la percepción que tienen los establecimientos de crédito sobre el riesgo se puede distorsionar (López, 2017), prestando a empresas y hogares que, en realidad, tienen mayor riesgo del calculado, lo cual se manifiesta tan pronto la economía se ralentiza o aumentan las tasas de interés. Otra razón puede ser un crédito que entra y permanece en mora y va “descendiendo” hacia peores calificaciones.

El Gráfico 9.3 muestra el nivel de provisiones del sistema como porcentaje de la cartera. Durante la crisis generada por la pandemia, la calidad crediticia empeoró marcadamente y, como consecuencia, aumentaron las provisiones requeridas. Durante este periodo, la TPM disminuyó de 4,25 % a 1,75 %. El gráfico también muestra que los aumentos de la TPM cuando se empiezan desde tasas bajas, tienen efectos diferentes sobre las provisiones a cuando se realizan sobre

tasas ya elevadas. Así, por ejemplo, se observa un aumento de las provisiones a partir de noviembre de 2022, cuando la TPM se incrementó de un nivel ya elevado del 11 % al 13,25 % y algo similar sucedió durante 2007-2008 y 2015-2016. En claro contraste, el gasto por provisiones disminuyó al inicio del ciclo alcista de 2021, alza que se dio desde un valor muy bajo (1,75 %).

En general, esta variable muestra una relación inversa con la TPM (correlación leve de -0,17), lo que indica que, contrario al margen de intermediación, las utilidades aumentan a través de menores provisiones ante aumentos de la TPM. De forma intuitiva, las provisiones son altas cuando la TPM está baja, y viceversa. Sin embargo, la relación es inestable y, como se verá más adelante, no suele ser estadísticamente significativa según el Fondo Monetario Internacional.

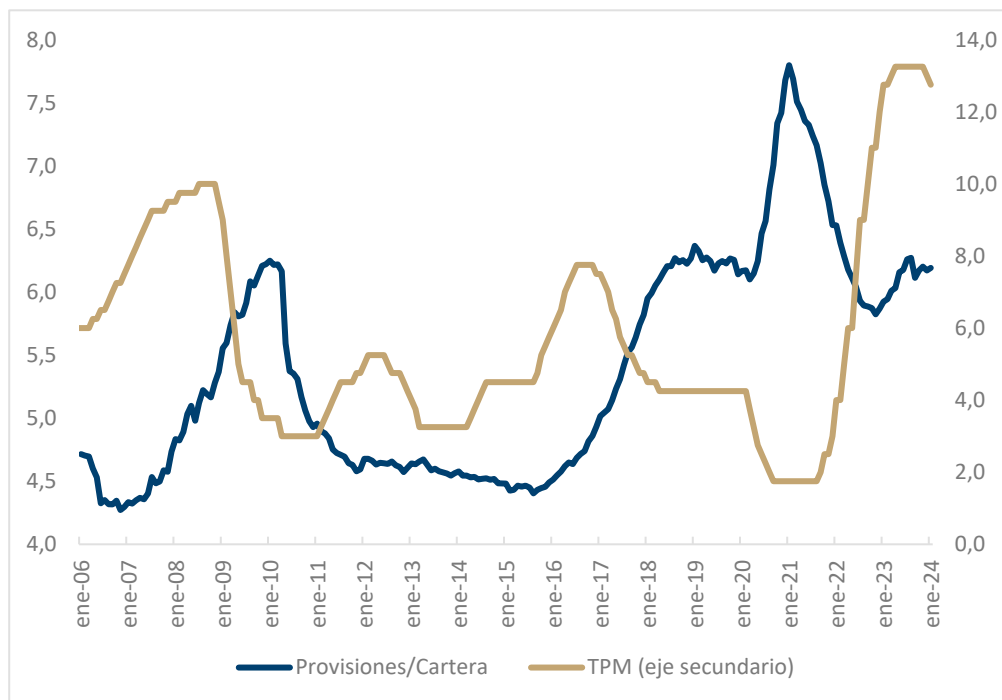
Gráfico 9.2. Cartera por riesgo



Fuente: Superintendencia Financiera.

Nota: Las provisiones están en miles de millones de pesos.

Gráfico 9.3. Provisiones (como proporción de la cartera) y TPM



Fuente: Superintendencia Financiera.

Valoración de inversiones

Los establecimientos de crédito no solamente captan recursos para otorgar préstamos: también invierten en títulos de deuda pública (bonos) y privada, y otros tipos de instrumentos financieros (como acciones). Dichas inversiones pueden ganar o perder valor dependiendo de factores como las expectativas sobre la política monetaria y la política fiscal, el crecimiento y la inflación, tanto en Colombia como en el exterior.

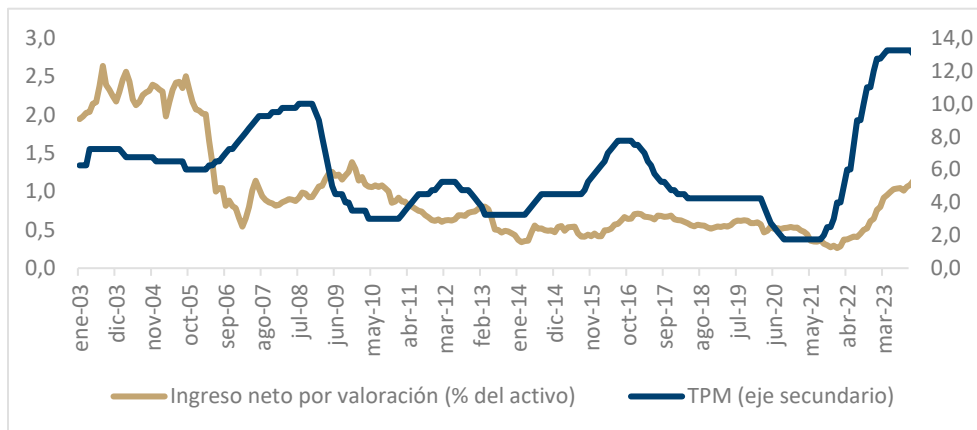
Cabe recordar que la política monetaria está diseñada para transmitirse a todas las tasas de interés del mercado. Cuando la tasa de política sube (baja), esta se transmite en la misma dirección a las tasas de interés de los nuevos bonos que salen al mercado dejando, por supuesto, inalteradas las tasas de los bonos ya emitidos. Los nuevos bonos con las nuevas tasas son más (menos) apetecidos, lo cual genera que los bonos que ya circulaban tengan una menor (mayor) demanda y que, consiguientemente, su precio disminuya (aumente). A esto se le conoce como el cambio en la valoración de inversiones.

En el Gráfico 9.4 se puede observar que los movimientos de la TPM y los ingresos netos por valoración de inversiones tienen una correlación, en general, positiva, aunque no muy fuerte (0,26). Es en este punto donde el concepto de expectativas toma protagonismo. En general, los agentes intentan predecir bajo qué contextos se aumenta o disminuye la TPM y sus acciones buscan anticiparse a dichos movimientos. Cuando se espera que comience un ciclo de

contracción (expansión) de la política monetaria, quienes tienen bonos en su poder prevén que estos se van a desvalorizar (valorizar) y, consiguientemente, los venden (compran).

La baja correlación entre la TPM y los ingresos por valoración de inversiones señala la relevancia de factores como las condiciones económicas internas y externas, la calificación crediticia de los países o entidades que emiten los diferentes títulos, la política fiscal interna y externa y la política monetaria externa, entre muchos otros.

Gráfico 9.4. Ingresos netos por valoración de inversiones (% del activo) y TPM



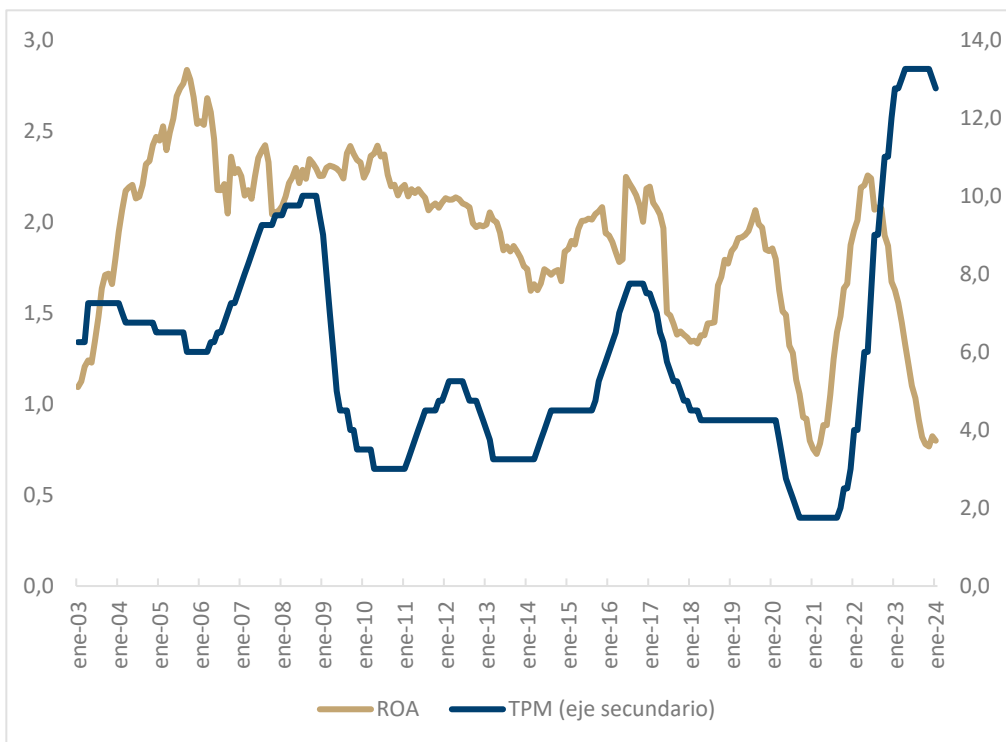
Fuente: Banco de la República

Análisis de las utilidades

El análisis anterior se concentró en tres componentes de las utilidades bancarias. A continuación, estudiamos la relación entre la TPM y el agregado de las utilidades. Utilizamos una medida estandarizada conocida como el retorno de los activos (ROA, por su sigla en inglés), es decir, las utilidades sobre los activos totales. Al utilizar el ROA para aproximarnos a las utilidades de los establecimientos de crédito, se “controla” por el tamaño de las entidades. Una métrica alternativa, comúnmente utilizada para comparar rentabilidades entre diferentes sectores, es el retorno del patrimonio (ROE, por su sigla en inglés). Sectores con un elevado apalancamiento tienen un nivel de activos elevado relativo a su patrimonio, razón por la cual comparaciones entre ROA no suelen ser muy ilustrativas.

Como se observa en el Gráfico 9.5, es evidente que el ROA no se mueve a la par con la TPM. De hecho, para los 20 años considerados en el análisis, la correlación entre ambas series es prácticamente cero (0,04). Este resultado es poco sorprendente en virtud de lo ya descrito respecto al comportamiento de los tres rubros de las utilidades que más claramente se asocian con el comportamiento de la TPM. En períodos cortos, y dependiendo de un cúmulo de factores, la relación entre el ROA y la TPM en ocasiones es positiva y en otras es negativa. De esta casuística es incorrecto concluir que existe una relación clara y estable entre la posición de la política monetaria y las utilidades de los bancos.

Gráfico 9.5. Retorno de los Activos (ROA)



Fuente: Banco de la República.

Experiencia internacional

La Tabla 9.1 resume el resultado de un reciente ejercicio del FMI para diversos países del hemisferio occidental y muestra que, en la región, los efectos de la política monetaria sobre los indicadores de los bancos comerciales son variados, aunque coinciden en un efecto nulo sobre las utilidades bancarias (medidas por los retornos de los activos). Específicamente, el ejercicio describe cómo un aumento de 1 punto porcentual (p.p.) en la TPM afecta ciertas variables de interés para los bancos comerciales que ya hemos mencionado en el capítulo: El margen de intermediación, el flujo de las provisiones como proporción de los créditos, y el ROA.

Destacamos que un indicador que aumenta en un país puede no aumentar para otro. Por ejemplo, un aumento de la tasa de política monetaria en Chile, México y Perú aumenta el margen de intermediación, pero no tiene ningún efecto para Brasil, Colombia y Estados Unidos. Por otro lado, al analizar el cambio en las provisiones, solamente en México y Brasil se evidencia un aumento, mientras que para el resto de los países no hay ningún efecto. A pesar de estas disparidades, en ninguno de los países se presencia un efecto sobre las utilidades, lo cual reafirma el mensaje principal de este capítulo.

Tabla 9.1. Impacto histórico de cambios en la TPM sobre la rentabilidad de los bancos
(efecto de un aumento de 1 p.p. de la tasa de política)

	Margen de intermediación	Flujo de provisiones / Créditos	ROA
Brasil	Cero	Aumenta	Cero
Chile	Aumenta	Cero	Cero
Colombia	Cero	Cero	Cero
México	Aumenta	Aumenta	Cero
Perú	Aumenta	Cero	Cero
Estados Unidos	Cero	Cero	Cero

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI. (Oct 2023). Regional Economic Outlook: Securing Low Inflation and Nurturing Potential Growth, International Monetary Fund. La tabla muestra, para el periodo 2000-2022, si hay un aumento o reducción estadísticamente significativo al 90% de confianza.

Conclusión

Si bien es cierto que la política monetaria tiene un efecto directo sobre las tasas de interés de mercado (tanto activas como pasivas) no es cierto que los ajustes a la TPM y las decisiones del Banco beneficien a los establecimientos de crédito. Al vincular los efectos del ciclo monetario sobre la economía y la subsiguiente respuesta del sistema financiero, mostramos de forma simplificada la difícil asociación que hay entre los varios indicadores que determinan las utilidades de los bancos y otras entidades financieras y los movimientos de la TPM.

En general mostramos que la rentabilidad (y sus componentes) de los establecimientos de crédito se relaciona de una manera muy débil con la TPM. Es decir, no hay ninguna evidencia en los datos de una relación sistemática entre las ganancias de los bancos y la postura de política monetaria. Por la naturaleza del mecanismo de transmisión que tiene la política monetaria, casi todos los componentes de las hojas de balance de los bancos responden a esta, pero sus respuestas son inestables y, en algunos casos, se compensan unas con otras. Incluso, dependiendo de las condiciones económicas (externas e incluso fiscales del momento), la relación entre la TPM y el margen de intermediación, las provisiones y el valor de las inversiones puede cambiar de signo, anticiparse o rezagarse.

Referencias

- Borio, C. E.; Fritz, W. (1995). "The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective", *BIS Working Papers*, núm. 27.
- Galindo, A. J.; Steiner, R. (2020). "Asymmetric interest rate transmission in an inflation-targeting framework: The case of Colombia", *Latin American Journal of Central Banking*, vol. 3, núm. 3.
- Gambacorta, L.; Iannotti, S. (2007). "Are there asymmetries in the response of bank interest rates to monetary shocks?", *Applied Economics*, vol. 39, núm. 19, pp. 2503-2517.
- López, M. (2017). "Economic Sectors and the Risk-taking Channel of Monetary Policy", *Borradores de Economía*, núm. 1029.