

Recuadro 2 TRANSMISIÓN RECIENTE DE LAS TASAS DE INTERÉS

Carlos A. Huertas C.
Paola A. Jaramillo C.
Luis H. Calderón L.*

La literatura sobre estrategia de metas de inflación¹ destaca cuatro canales de transmisión de la política monetaria: el de expectativas de inflación, el de tasa de cambio, el de demanda agregada y el de crédito. A través de ellos los cambios en la tasa de interés de referencia del banco central logran afectar la demanda agregada con el objeto de alcanzar la estabilidad de precios.

En este contexto, en el presente recuadro se analiza la transmisión de los cambios recientes en la tasa de interés de referencia hacia las tasas pasivas y activas del sistema financiero desde la perspectiva del canal de crédito². Asimismo, se presentan algunas razones que podrían explicar los comportamientos particulares de las tasas de interés por categorías.

La Junta Directiva del Banco de la República (JDDBR), en su sesión del 25 de abril de 2014, consideró necesario iniciar una fase de incrementos en la tasa repo a un día y conducirla hacia un terreno menos expansivo, con el objeto de propender por la convergencia de la inflación a la meta (3%). Desde entonces y hasta el 16 de enero de 2016, la JDDBR ha decretado nueve incrementos en la tasa de interés de intervención³, ocho de los cuales han sido de 25 puntos básicos (pb) y uno de 50 pb⁴, elevando la tasa de política desde 3,25 a 5,75%. La fase de aumentos se ha realizado en dos etapas separadas por un lapso de trece meses, del 29 de agosto de 2014 al 25 de septiembre de 2015, durante el cual la tasa de interés estuvo inalterada en 4,50%.

* Los autores en su orden son: director del Departamento de Programación e Inflación, estudiante en práctica y profesional experto Sector Financiero. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Bléjer y Leone (2000). "Introduction and Overview", en Bléjer, Ize, Leone, y Werlang (eds.). *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, pp. 1-7, International Monetary Fund.

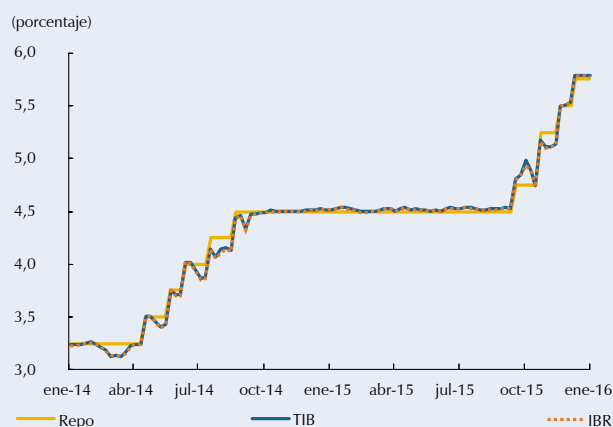
2 Para una explicación del mecanismo de operación del canal del crédito, véase Huertas *et al.* (2005). "Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia", Borradores de Economía, núm. 351, p. 2, Banco de la República.

3 Tasa de interés de los repos de expansión del Banco de la República.

4 Decisión tomada en la sesión del 30 de octubre de 2015.

En el mismo período en el cual se ha incrementado la tasa de interés de referencia (21 meses), todas las tasas de interés (pasivas y activas) de los establecimientos de crédito aumentaron, aunque en diferente magnitud. Como se observa en el Gráfico R2.1, las tasas interbancarias —tasas de los préstamos interbancarios *overnight* (TIB) y el indicador bancario de referencia (IBR)— se ajustaron rápidamente y en igual magnitud al nivel de la tasa de política.

Gráfico R2.1
Tasa de política, TIB e IBR
(semanales)



Fuente: cálculos del Banco de la República.

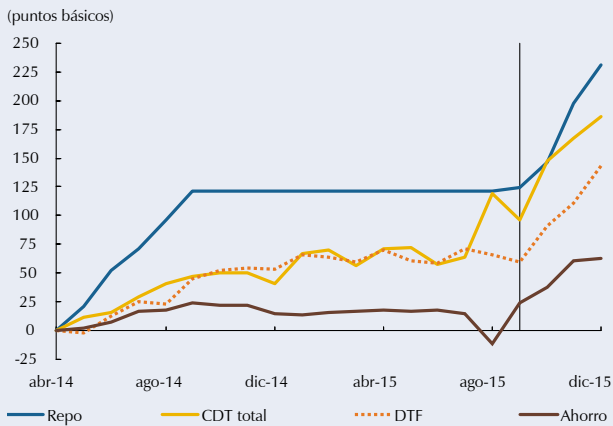
En el caso de las tasas de interés de depósitos, la transmisión se fortaleció a partir del cuarto trimestre de 2015, momento en el que la JDDBR reinició los incrementos de la tasa de política. Desde abril de 2014 el promedio mensual de la tasa total de captación de los certificados de depósitos a término (CDT) se ha incrementado 187 pb, de los cuales 91 pb se registraron en los últimos tres meses de 2015 (Gráfico R2.2). Sin embargo, en todo el período el cambio de esta tasa aún es inferior al aumento de la tasa de política (231 pb), al representar cerca del 81% del aumento de la tasa de referencia (Cuadro R2.1).

En el último trimestre del año pasado la aceleración de las tasas fue más notoria para las captaciones con plazo mayor a noventa días: la de más de un año aumentó 174 pb frente a 83 pb de la DTF⁵.

Varios hechos apuntan en dirección a la aceleración de la transmisión de los cambios de la tasa de política hacia las tasas de captación. Por el lado de la oferta de depósitos, el

5 Depósito a término fijo: indicador de la captación a noventa días de los establecimientos de crédito.

Gráfico R2.2
Tasas pasivas
(variación acumulada^{a/} desde abril de 2014)

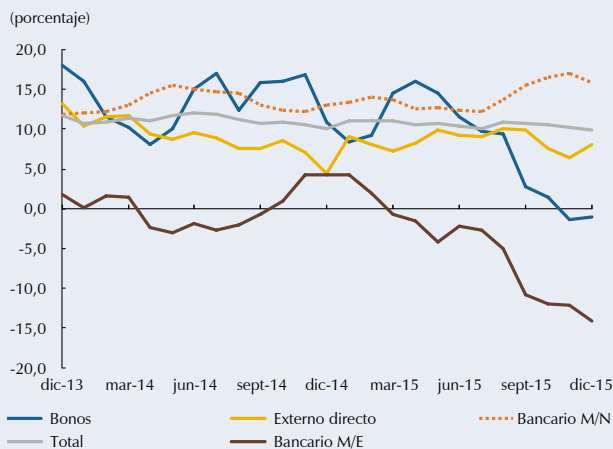


a/ Variación de tasas nominales mensuales.
Fuente: cálculos del Banco de la República

aumento de la inflación y de sus expectativas, y perspectivas de nuevos incrementos de la tasa de cambio, inducen a los ahorradores a exigir mayores rendimientos. Las entidades financieras por su parte, han incrementado la demanda de depósitos para financiar crédito. En efecto, la mayor dinámica de la cartera comercial en moneda nacional, originada, en parte, por la declinación de otras fuentes de endeudamiento de las empresas, como la emisión de bonos propios y la cartera en moneda extranjera, ha incrementado las necesidades de fondeo por parte de las entidades de crédito (Gráfico R2.3). También ha influido el hecho de que las entidades de crédito tienen menores niveles de inversiones para liquidar y sustituirlas por cartera (Gráfico R2.4).

En lo que respecta a las tasas de interés de colocación, su incremento en los últimos meses se registró, principalmente,

Gráfico R2.3
Endeudamiento comercial
(variación anual)^{a/}



a/ Promedio mensual.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

Gráfico R2.4
Cartera, inversiones y TES como porcentaje de los activos

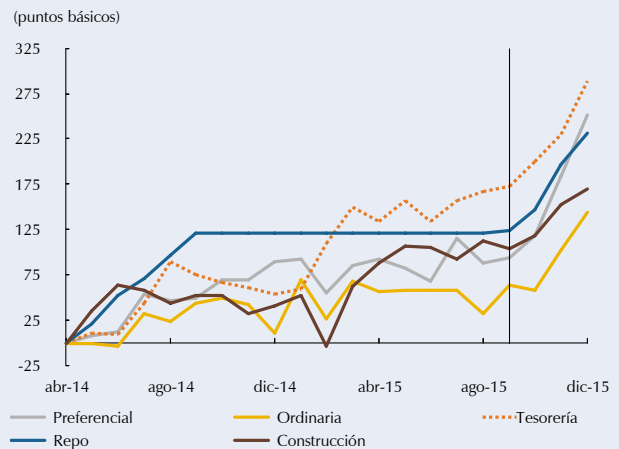


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

en las tasas de los créditos comerciales de tipo preferencial (Gráfico R2.5). Desde abril de 2014 esta modalidad de préstamo acumuló un incremento de 252 pb en su tasa de interés; es decir, un 109,2% del aumento de la tasa de referencia. En el último trimestre el aumento de la tasa de interés preferencial fue de 158 pb, incremento que superó a los 94 pb de la etapa precedente (Cuadro R2.1).

Las tasas por plazos de los desembolsos preferenciales⁶ mostraron incrementos uniformes, con excepción de los otorgados entre tres y cinco años, que presentaron un cambio más moderado. También cabe anotar que por monto representaron

Gráfico R2.5
Tasas de interés comerciales
(variación acumulada^{a/} desde abril de 2014)



a/ Variación de tasas nominales mensuales.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

6 Los plazos de los desembolsos preferenciales, ordinarios y de consumo se encuentran clasificados en cuatro: a menos de un año, entre un año y tres años, entre tres y cinco años y mayores a cinco años.

Cuadro R2.1
Transmisión de la tasa de política a las tasas de interés de los establecimientos de crédito

Fecha	Abr-14	Sep-15	Dic-15	Variación	Variación	Variación	Transmisión (porcentaje) (c-a)/(VABR) ^{b/}
	(a)	(b)	(c)	(b-a)	(c-b)	(c-a)	
	Promedio mensual (porcentaje)			Puntos básicos			
Tasa de política	3,29	4,53	5,60	125	106	231 ^{b/}	
Tasas de interés interbancarias							
TIB	3,25	4,57	5,60	131	104	235	101,9
IBR	3,24	4,55	5,59	131	104	235	101,8
Tasas de interés de captación							
CDT total	4,18	5,14	6,05	96	91	187	80,9
DTF	3,81	4,41	5,24	60	83	143	62,0
A 180 días	4,23	4,89	5,98	66	110	175	75,9
A 360 días	4,59	5,77	6,80	118	103	221	95,8
Superiores a 360 días	4,96	6,70	8,44	174	174	348	150,8
Ahorro	2,19	2,43	2,82	24	39	63	27,4
Tasas de interés de colocación							
Comerciales							
Preferenciales	6,88	7,82	9,40	94	158	252	109,2
< = 1 año	6,47	7,46	9,07	100	160	260	112,7
> 1 año hasta 3 años	7,27	7,54	9,23	27	169	196	85,0
> 3 años hasta 5 años	6,93	8,32	9,32	139	100	238	103,3
> 5 años	8,08	8,34	9,84	25	150	175	76,0
Ordinario	10,50	11,14	11,94	64	80	144	62,3
< = 1 año	10,79	11,22	11,67	43	45	88	38,1
> 1 año hasta 3 años	10,99	11,84	12,90	86	106	191	83,0
> 3 años hasta 5 años	11,19	11,77	13,25	58	148	207	89,5
> 5 años	9,28	10,13	11,08	86	94	180	78,0
Tesorería	6,83	8,57	9,71	173	115	288	124,9
Construcción							
No VIS	8,75	9,78	10,45	103	67	170	73,7
VIS ^{a/}	9,54	10,07	10,70	53	63	117	50,5
Hogares							
Consumo	17,19	16,88	17,64	(31)	77	46	19,7
< = 1 año	20,82	20,03	19,57	(79)	(46)	(124)	(53,8)
> 1 año hasta 3 años	22,01	21,79	22,26	(23)	47	24	10,6
> 3 años hasta 5 años	17,67	17,77	18,60	10	82	93	40,2
> 5 años	15,10	14,83	15,74	(27)	90	64	27,5
Tarjeta	27,82	27,22	27,98	(60)	76	16	6,9
Usura	29,45	28,89	29,00	(55)	10	(45)	(19,5)
Hipotecaria							
No VIS	11,11	10,85	11,30	(26)	44	19	8,1
VIS ^{a/}	11,95	12,45	13,29	50	83	133	57,8

a/ Vivienda de interés social

b/ VABR: Variación acumulada tasa de política del Banco de la República.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

el 51% de los préstamos comerciales entregados en moneda nacional durante el año; dentro de los cuales los plazos entre tres y cinco años contribuyeron con menos del 8%.

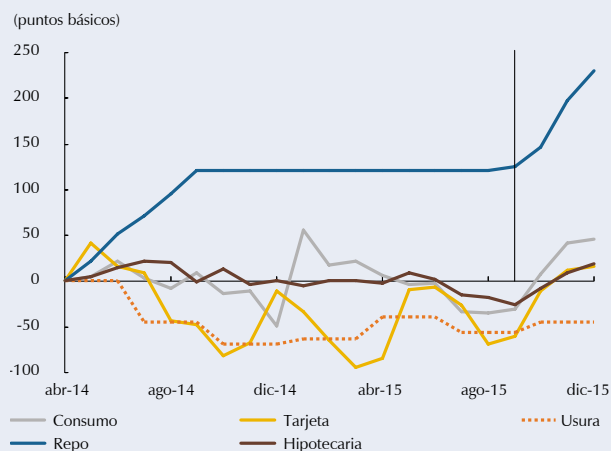
En la misma línea, las tasas de interés de los créditos ordinarios (Gráfico R2.5), modalidad que es la segunda en importancia de la categoría comercial (con participación de 42% por desembolsos), también presentaron un mayor dinamismo en el cuarto trimestre del año. En este último período su tasa de interés subió 80 pb, frente a 64 pb del primer período, para una variación acumulada de 144 pb, que equivale al 62% del ajuste en la tasa de política (Cuadro R2.1). En esta modalidad, las tasas de los plazos más largos mostraron las mayores alzas.

A diferencia de lo anterior, los dos componentes restantes de la categoría comercial, créditos de tesorería y para construcción, con participación minoritaria en la categoría por desembolsos (5,2% y 1,8%), observaron incrementos en sus tasas de interés que fueron menos acentuados para el último trimestre de 2015, comparadas con los registrados entre abril de 2014 y septiembre de 2015 (Gráfico R2.5). Por períodos, los aumentos de las tasas de los préstamos de tesorería fueron, en su orden, de 115 vs 173 pb, y para construcción, de 67 frente a 103 pb, para un acumulado de 288 y 170 pb, respectivamente. De esta manera, con respecto a la variación de la tasa de política, la reacción de las tasas de interés de tesorería llegó a 124,9%, mientras que la respuesta de las de construcción solo alcanzó del 73,7% (Cuadro R2.1).

La aceleración de las tasas de interés comerciales puede ser atribuible al cambio de postura del Banco República, al incremento de las tasas de interés de captación y a la mayor demanda de cartera comercial en moneda nacional. Esta última asociada, por un lado, con el aumento del costo del financiamiento externo, producto del endurecimiento de la postura monetaria en los Estados Unidos, del aumento de la prima de riesgo país y de la devaluación del peso. Y por el otro, por las más difíciles condiciones para la emisión de bonos⁷, debido a la incertidumbre derivada de la volatilidad de los mercados financieros, la menor disponibilidad de recursos dirigidos al sector mineroenergético⁸, y el aumento de la prima de riesgo de las economías emergentes.

En cuanto a las tasas de interés de los créditos con destino a los hogares (Gráfico R2.6), la transmisión de los aumentos de la tasa de política solo se observó desde septiembre de 2015, pues, de hecho, en la fase anterior tendieron a

Gráfico R2.6
Tasa de interés de los hogares
(variación acumulada^{a/} desde abril de 2014)



a/ Variación de tasas nominales mensuales.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

disminuir levemente. En el cuarto trimestre de 2015 las tasas de interés para los créditos de consumo aumentaron 77 pb y 76 pb para aquellos entregados mediante tarjeta de crédito. En el mismo período, las tasas de interés de créditos para adquisición de vivienda registraron un incremento de 44 pb (Cuadro R2.1).

Varios factores podrían explicar el anterior comportamiento. En 2014 la fortaleza del mercado laboral y la valorización de los precios de la vivienda, como cabe suponer, indujeron al optimismo con relación a los ingresos futuros de los hogares e incrementaron el valor del colateral para respaldar los préstamos de las familias. Además, en el segundo semestre de 2014 también se observó una gran disponibilidad de liquidez en el sistema financiero, debido, principalmente, a las ventas de TES de agentes internos a externos⁹.

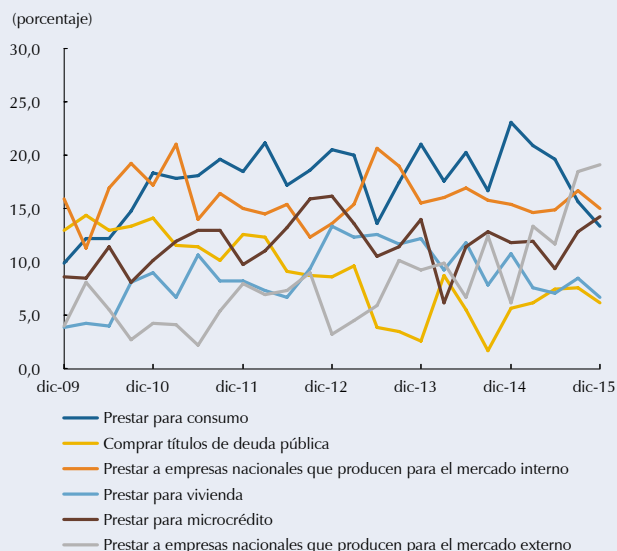
Las favorables perspectivas de riesgo del crédito a los hogares y abundantes recursos (que incluyeron la reinversión de utilidades del sistema bancario), habrían estimulado la preferencia de los establecimientos de crédito por destinar más recursos a los hogares, como lo revelaban los resultados de las encuestas aplicadas al sector financiero (Gráfico R2.7). De manera que, no obstante el incremento de la tasa de política, la oferta creciente de crédito a los hogares mantuvo relativamente estables las tasas de interés de los préstamos en las modalidades de consumo y para compra de vivienda,

7 Esta situación provocó que las empresas suspendieran la colocación de bonos y los establecimientos de crédito apenas colocaran el equivalente para compensar los vencimientos.

8 Como consecuencia de la caída de los precios del petróleo.

9 El 19 de marzo de 2014 el banco de inversión JP Morgan publicó su decisión de incrementar la participación de deuda colombiana en el índice GBI-EM Global Diversified (de 3,2% a 8%), en el GBI-EM Global (de 1,81% a 5,60%) y en el GBI-EM Global Diversified 15% (de 3,07% a 8,26%). Proceso que se materializó de manera gradual entre el 30 de mayo y el 30 de septiembre de 2014.

Gráfico R2.7
Principales destinos del exceso de recursos por parte de los bancos



Fuente: Banco de la República (*Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2015).

e incluso disminuyeron las aplicadas a tarjetas de crédito, presionadas por la reducción de la tasa de usura. Como se explica a continuación desde mediados de 2015 estas tendencias fueron menos propicias.

Por el lado de la demanda, la tasa de desempleo (desestacionalizada) dejó de descender y los precios de la vivienda —relativos al índice de precios al consumidor (IPC)— presentaron aumentos más moderados; la deuda de los hogares (consumo más hipotecario) relativa al producto llegó a niveles históricamente altos, mientras que el ingreso real de las familias se venía debilitando como consecuencia del aumento de la inflación; los desembolsos de crédito para consumo se desaceleraron junto con un menor ritmo de crecimiento del gasto en bienes durables y semidurables de la economía (Gráfico R2.8); y los indicadores de confianza del consumidor vienen advirtiendo una menor disposición de los hogares para adquirir carros o vivienda (Gráfico R2.9).

Por el lado la oferta, las encuestas aplicadas a las entidades de crédito sugieren un aumento en las exigencias para otorgar créditos de consumo; los indicadores de mora registran leves deterioros, y los niveles de TES (relativos a los activos) en el portafolio de estas entidades son bajos comparados con sus históricos y, por tanto, es poco probable que continúe una sustitución de estas inversiones para financiar cartera (Gráfico R2.4).

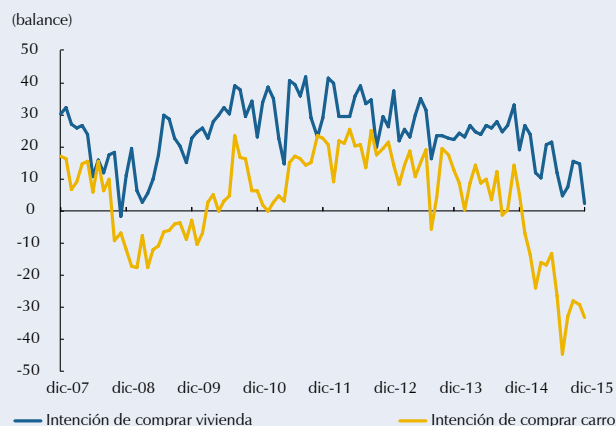
Los anteriores factores de demanda y oferta de crédito condujeron, desde el último trimestre de 2015, a incrementos en las tasas de interés de consumo, cuando reinició el aumento de tasas de interés de referencia por parte del Banco de la República. En el caso de las tasas

Gráfico R2.8
Consumo semidurable y durable, y desembolsos para consumo y tarjeta (variación real anual)^{a/}



a/ Desembolsos trimestrales suavizados de orden 2.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.9
Intención de comprar vivienda y carro



Fuente: Fedesarrollo (Encuesta de opinión al consumidor).

de interés para adquirir vivienda, la baja transmisión de la tasa de política obedecería, en parte, a la competencia entre las instituciones por los recursos de los programas de cobertura de tasas de interés que el Gobierno viene otorgando para la compra de vivienda¹⁰; en especial, si se tiene en cuenta que para uno de los tramos¹¹ el Gobierno impuso límites a las tasas de interés que las entidades podrían cobrar a los beneficiarios de las coberturas. Desde 2013 este esquema ha favorecido la compra de 101.512 viviendas.

10 Para mayor detalle de tales programas, véase el Recuadro 3: “Programa de cobertura de las tasas de interés para la adquisición de vivienda”, p. 69-72, *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2014.

11 Denominado Programa de cobertura Frech-contracíclico, y regulado mediante el Decreto 0701 de 2013 y las resoluciones 1263 de 2013 y 015 de 2014.

En conclusión, en el último trimestre de 2015 la transmisión de los cambios de la tasa de política a las tasas pasivas y activas de la economía se aceleró. A este comportamiento contribuyeron varios factores, como el inicio del endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos, el deterioro de la prima de riesgo del país y la devaluación del peso, que elevaron las expectativas de rentabilidad externa y encarecieron el costo del financiamiento externo. Estos hechos, además de estimular al alza las tasas de captación del país, impulsaron la demanda por créditos en moneda local por parte de las empresas, y presionaron el aumento de las tasas de interés de los préstamos comerciales.

En el caso de los créditos de consumo e hipotecario, el menor ingreso real disponible de las familias, como consecuencia del aumento de la inflación y por la mayor carga financiera debido a mayores niveles de deuda, han limitado la capacidad de pago de los hogares y afectado la percepción de riesgo, tal como se deduce de las encuestas aplicadas a las entidades de crédito donde se han revelado mayores exigencias para otorgar créditos. Este sentimiento también estaría asociado con la reducción del ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda.