



Tasas de Interés:

LOS RIESGOS DE ELEVARLAS

En *La Semana Económica* No. 243, la Asobancaria respaldó la decisión del Banco de la República de abrir una ventanilla de repos en reversa a 14 días, con el propósito de drenar del mercado excesos de liquidez que pudieran poner en peligro la estabilidad de las tasas de interés. En esa oportunidad, como ahora, concedemos una gran importancia a la estabilidad de las tasas como condición necesaria para la reactivación de la demanda¹.

Desde finales de 1998 la autoridad monetaria tenía un claro propósito de reducir las tasas de interés; por esa razón bajó la tasa de los repos en reversa a un día hasta el 6% actual; por lo tanto, es descabellado interpretar que el objetivo de los repos en reversa a 14 días es iniciar un proceso de aumento de las tasas de interés. Sin embargo, las tasas están aumentando; en nuestra opinión, ello obedece a una sobre-reacción del mercado que no tiene bases en el comportamiento de variables fundamentales de la economía.

En ese sentido, consideramos indispensable que, pese a mantener un esquema de metas cuantitativas de base monetaria, el Banco debería considerar la posibilidad de cerrar o mo-

¹ Textualmente dijimos: “ En opinión de la Asobancaria, los esfuerzos de la autoridad monetaria deben encaminarse a garantizar un nivel estable de las tasas de interés reales; el establecimiento de mecanismos como el de los repos en reversa a 14 días recientemente adoptado, contribuyen a ese fin.

Lo que el país no puede hacer, por ningún motivo, es volverse a subir a la montaña rusa de tasas de interés que caracterizó la década de los noventa. No resulta sano para ninguna economía que en un corto tiempo se llegue a tasas de interés reales negativas y que a la vuelta de unos pocos meses se tengan que subir las tasas a la estratosfera para evitar un recalentamiento que ponga en peligro la estabilidad de precios. No debe perderse de vista que la volatilidad de las tasas de interés parece guardar una estrecha relación directa con la volatilidad del crecimiento económico”.

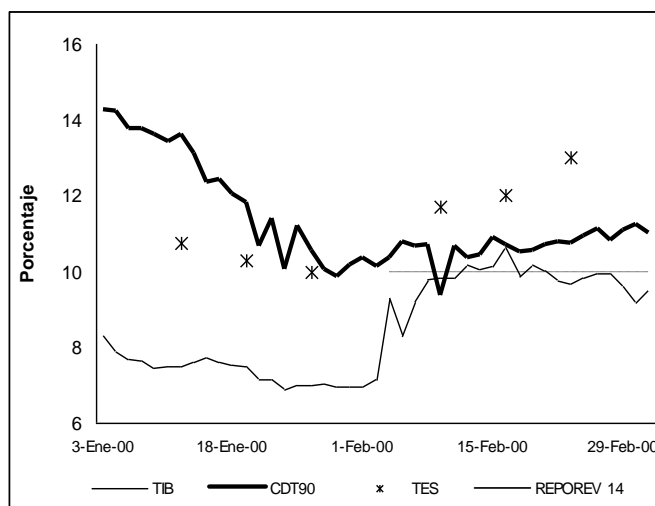
dificar dicha ventanilla si las presiones sobre las tasas de interés se tornan excesivas. Un aumento persistente de las tasas de interés significaría un golpe de gracia a las posibilidades de recuperación económica.

¿Reactivación de la demanda?

Desde que entraron en escena los repos en reversa a 14 días –con una tasa máxima del 10%–, las tasas de interés han tendido a subir considerablemente. La tasa de los TES a un año subió 300 puntos básicos (p.b.) en el mercado primario entre el 28 de enero y el 25 de febrero; en ese mismo lapso, la interbancaria subió 300 p.b., mientras que la de CDT a 90 días apenas está empezando a repuntar (Gráfico 1).

Gráfico 1

Tasas de interés Ene-Feb/00



Fuente: Banco de la República, encuesta diaria Asobancaria

La presión sobre la tasa de interés puede estar asociada con un eventual repunte de la actividad crediticia. Pese a no contar con cifras recientes que nos permitan corroborarlo, la percepción generalizada de las entidades del sector es que la cartera sigue exhibiendo una dinámica poco satisfactoria. Las cifras más recientes (18

de febrero) indican que la cartera en moneda legal (sin FEN) de los establecimientos de crédito seguía cayendo a una tasa nominal anual del 3.4%.

¿La psicología el mercado?

Por lo tanto, las razones hay que buscarlas en el propio comportamiento de los mercados financieros. Como resultado de la recesión económica y la consecuente pérdida de dinamismo de la cartera de créditos, muchas entidades financieras aumentaron sus inversiones de portafolio.

Simultáneamente, se registró un cambio estructural en su composición, con la pérdida de participación de los títulos emitidos por los propios intermediarios financieros y la sustitución por títulos de deuda del gobierno (TES). Entre otras cosas, la mayor demanda de TES refleja la necesidad de contar con ellos para realizar operaciones con el Banco de la República, su mayor nivel de liquidez en el mercado y su menor riesgo. Sin embargo, tal recomposición trae consigo también una mayor sensibilidad de los portafolios a las señales de tasas de interés que envíe el emisor.

Así, el hecho de que la tasa de interés interbancaria haya tendido rápidamente hacia niveles del 10% constituye una reacción normal. Bajo las nuevas condiciones, la tasa de captación del Banco de la República (cero riesgo) a 14 días al 10% es substancialmente más atractiva para el mercado, que colocar la plata en el propio Banco o en el mercado al 6% E.A. por un día, o en títulos del propio sector financiero al 10% a 90 días.

La reacción de la tasa de los TES ha sido más acentuada, lo cual, entre otras cosas, indica que los inversionistas se están formando expectativas de alza de las tasas de interés en el mediano plazo.

El cuadro 1 muestra los puntos sobre la curva de rendimientos de los TES para el 2 y el 28 de febrero. El gráfico 2 muestra que la tasa futura implícita para el plazo de 180 días ha tendido a aumentar substancialmente, después de haber alcanzado un mínimo de 10.1% el 20 de enero; esto lleva a una conclusión contundente:

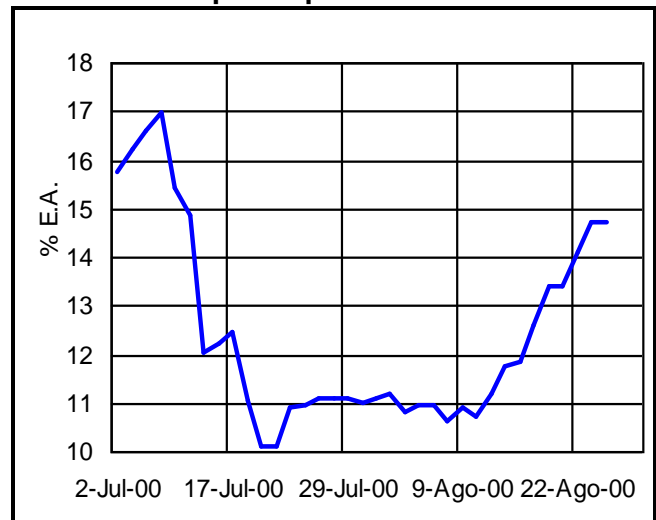
para que a un inversionista hoy le sea indiferente invertir a un año o a seis meses (dadas unas tasas de interés), la tasa a 180 días dentro de 6 meses tendrá que estar alrededor del 14.71%.

Cuadro 1
Puntos de la curva de TES

Tramo	0-180 días	181-360 días	361-720 días	721-1080 días
1-feb	10.00	10.48	12.17	12.94
28-feb	10.20	12.43	12.76	15.23

Fuente: Bolsa de Bogotá

Gráfico 2
Tasa futura implícita plazo 6 meses



Fuente: Cálculos Asobancaria

Con semejantes expectativas, la racionalidad de un inversionista sería más o menos la siguiente: como se espera un alza de las tasas de interés en el mediano plazo, el valor de mercado del portafolio actual será menor haciéndolo incurrir en pérdidas (que serán crecientes con el plazo al vencimiento de los títulos); para tratar de minimizarlas, intentará vender antes de que el precio caiga demasiado y, a la vez, reducir su demanda de papeles en los mercados primario y secundario. Como una tijera, las fuerzas de demanda y de oferta por papeles inducen una caída del precio de títulos, o lo que es lo mismo, a un aumento de sus tasas de interés.

TES y DTF

En un mercado competitivo, las tasas de interés van a tender a reflejar lo que ocurra con la curva de rendimiento de los papeles del gobierno; esto se ha evidenciado en el comportamiento casi paralelo que exhiben ambas tasas. Cálculos de Asobancaria indican que la tasa de los TES predice el comportamiento de la DTF y no al contrario.

Un ejercicio sencillo, teniendo en cuenta la relación entre la tasa de TES a un año y la DTF, arroja los resultados consignados en el cuadro 2.

Cuadro 2
Incidencia de los TES a un año sobre la DTF (puntos porcentuales)

Cambio TES	Nivel TES	Cambio DTF ¹	Nivel DTF
-1.0	12.0	0.91	10.94
-0.5	12.5	1.20	11.23
0.0	13.0	1.49	11.57
+0.5	13.5	1.78	11.81
+1.0	14.0	2.07	12.10

1/ Recoge el incremento observado en las últimas subastas de TES a un año

Fuente: Cálculos Asobancaria

Por ejemplo, si en la próxima subasta de TES a un año, la tasa de corte llega a subir un punto, y estabilizarse alrededor del 14%, la DTF tendería a subir en las próximas semanas a niveles del 12.1%; en otro de los casos, donde la tasa de los TES se mantiene estable en el nivel actual, la DTF deberá seguir subiendo hacia niveles del 11.6% E.A. Este ejercicio simplemente tiende a capturar la relación que hay entre esas dos tasas y no considera otros factores que inciden en la DTF como el aumento de la demanda de cartera de créditos.

Expectativas volátiles

No parece haber factores macroeconómicos sólidos que sustenten las mayores expectativas de tasas de interés; primero, la cartera sigue cayendo y allí no hay presiones importan-

tes sobre el ahorro financiero; segundo, el gobierno, con la colocación reciente de bonos en el exterior, ha dado una señal importante de sus posibilidades de financiamiento para el año 2000; tercero, independientemente de lo que ocurra con la tasa de cambio, el Banco de la República no debe utilizar instrumentos monetarios para evitar eventuales devaluaciones; cuarto, la inflación anual mantiene la tendencia descendente y hay una alta probabilidad de cumplir con la meta establecida por el Banco de la República.

Aun cuando el Banco de la República mantiene su decisión de que las tasas de interés permanezcan en niveles compatibles con la reactivación económica, la sobre-reacción del mercado financiero indujo la aparición de expectativas al alza de las tasas.

Tales expectativas tienden a reafirmarse cuando el FOGAFIN anuncia poner en el mercado los títulos que sirvieron para la capitalización de la banca pública por \$3 billones, de los cuales cerca de \$506 mm serán puestos en venta en lo que resta del año.

En general, lo que ocurre es un efecto combinado de expectativas de reducción de la base monetaria –por el vencimiento de \$600 mm de repos a 4 meses a finales de marzo– y de aumento de la oferta de títulos en el mercado; en ese escenario, los compradores siguen siendo los mismos y aún no cuentan con una alternativa en el mercado de crédito que les permita una creciente colocación de recursos.

Con el fin de moderar o de modificar las expectativas de los inversionistas, resultaría indispensable que el Banco de la República adopte medidas que den un mensaje de tranquilidad al mercado; en tal sentido, podría contemplar la posibilidad de reducir la tasa de los repos en reversa a 14 días, o cerrar la ventanilla de captación a ese plazo y aumentar en un punto porcentual la tasa de repos en reversa a un día.

La Asobancaria confía en que el Banco de la República adoptará las medidas necesarias para evitar que el comportamiento reciente de las tasas de interés se consolide como tendencia generalizada.