

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

Noviembre 3 de 2016

¿Cómo va la transmisión de la política monetaria hacia el mercado crediticio?

En medio de esta coyuntura de desaceleración económica de 2016-2017, resulta fundamental entender bien la velocidad con que está operando el llamado “canal de transmisión de la política monetaria sobre el mercado crediticio”. Respecto a dicho mercado, nótese que la cartera se expandió tan solo al 0.8% real anual al corte de agosto de 2016 (vs. 8.5% al cierre de 2015), mostrando ahora un “aterrizaje crediticio mucho menos suave”, al tiempo que se ha empezado a notar un deterioro en su calidad, pues la total se ha elevado al 3.3% (vs. 3% un año atrás) y la de consumo hacia el 5% (vs. 4.7% hace un año).

Anif había señalado, 18 meses atrás, que este canal de transmisión crediticia no parecía estar operando a plenitud, pues las alzas de la tasa repo del Banco de la República (BR) no se estaban reflejando sobre la tasa promedio de captación de CDTs en el plazo de 90 días (DTF), ver *Comentario Económico del Día* 30 de abril de 2015. De hecho, al finalizar el ciclo de alzas en la repo el diferencial era tan alto como de 75pbs (= 7.75% repo – 7% DTF), cuando hubiéramos esperado al menos paridad.

En cambio, el Indicador Bancario de Referencia-IBR (cuyos valores actuales se sitúan alrededor del 7.75% en la referencia *overnight*) muestra una mayor correlación con la repo, gracias a que este se calcula a través de ofrecimientos de dinero bancario, con “puntas” de oferta y demanda. Así, la brecha IBR-repo no ha superado los 10pbs (en promedio) durante los últimos tres años, mientras que la brecha DTF-repo ha bordeado los 40pbs y, recientemente, mostró ese pico de 75pbs.

Es entonces pertinente analizar las diferentes velocidades con que se está transmitiendo la postura monetaria del BR hacia la cartera. Para ello, Anif ha ideado un “ranking” de velocidad de transmisión crediticia calculando directamente correlaciones estadísticas entre las diferentes tasas de interés activas y la repo del BR.

El cuadro 1 ilustra dichas correlaciones con la repo y allí se observa que la más alta tiene que ver con la cartera comercial (95% durante 2005-2016). De hecho, esa correlación se eleva al 99% para el período abril de 2014-agosto de 2016. Ello obedece a que: i) cerca del 85% de esos préstamos se otorgan a tasa variable (= DTF/IBR + *spread*), ver cuadro 2; y ii) estos créditos tienen una alta rotación (por tener plazos cortos), lo cual implica que los nuevos desembolsos reflejan rápidamente el ciclo monetario.

El crédito de consumo también arroja una alta correlación (78%). De hecho, esta ascendió al 93% durante abril de 2014-agosto de 2016. Este comportamiento reciente ha sido algo sorprendente, pues sus características apuntarían a cierta separación del ciclo monetario, a saber: i) presenta una considerable proporción de créditos indexados a tasa fija (88% del total en 2015 vs. 81% en 2004); y ii) se trata de préstamos a mediano plazo (3-5 años), donde cerca del 60% son créditos de libranza y libre inversión.

En contraste, las tasas de interés de los préstamos de vivienda muestran una correlación menor (66%). Ello se explica por: i) la considerable porción de dichos créditos atados a tasa fija (87% del

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

total en 2015 vs. 3% en 2004); y ii) los mayores plazos de estas obligaciones (10-20 años), cuyo referente relevante son las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo (TES a 10-15 años), las cuales no están exentas del “ruido fiscal”. Esto se refleja en correlaciones con ciclos algo inestables, como los de 2005-2006 y 2011-2012.

Finalmente, la tasa de interés del microcrédito presenta la menor sensibilidad frente a la repo, exhibiendo una correlación negativa (-34%) con el ciclo monetario y desviaciones estándar más altas, para lo cual no tenemos una buena explicación. Sin embargo, allí puede estar incidiendo la elevada proporción de préstamos referenciados a tasa fija en dicha modalidad (90% del total en 2015 vs. 76% en 2004).

En síntesis, la transmisión de la política monetaria hacia el crédito ha venido perdiendo fidelidad.

Dicha transmisión presenta dos problemas. De una parte, se registra una brecha DTF-repo mayor a la diferencia IBR-repo (40pbs vs. 10pbs), por lo cual los créditos indexados a tasa variable deberían estar atados, en su mayoría, no a la DTF sino al IBR (pues este último ha resultado ser un indicador más fidedigno de la postura monetaria del BR). De otra parte, se observan ciclos erráticos en los portafolios de cartera (excepto en la modalidad comercial), debido a una elevada expresión de créditos a tasa fija (45% del total vs. 55% a tasa variable). En opinión de Anif, tanto el BR como el sistema financiero deberían estar ahondando el entendimiento del ciclo de transmisión, precisamente ahora que estamos prontos a una nueva inflexión del mismo hacia “relajamientos monetarios” durante 2016 (noviembre) – 2017 vs. el “apretón” de 2015-2016 por cuenta del rebrote inflacionario de los dos años recientes.

Cuadro 1. Relación entre la tasa de interés de las diferentes modalidades crediticias y la tasa repo

Período	Política monetaria	Correlación entre la tasa de interés de cada modalidad crediticia y la tasa repo (%)			
		Comercial	Consumo	Vivienda	Microcrédito
Ene 2005 - Abr 2006	Expansiva	90	84	63	87
May 2006 - Oct 2008	Contractiva	98	88	94	97
Nov 2008 - Ene 2011	Expansiva	99	89	93	-18
Feb 2011 - Jun 2012	Contractiva	98	89	39	93
Jul 2012 - Mar 2014	Expansiva	94	89	89	-5
Abr 2014 - Ago 2016	Contractiva	99	93	70	83
Correlación total período 2005-2016		95	78	66	-34
Desviación estándar (puntos porcentuales)		2.4	3.0	1.3	4.3

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Banco de la República.

Cuadro 2. Distribución de la cartera por modalidad de tasa de interés (% del total, cifras a diciembre de cada año)

Cartera	2004		2010		2015		Diferencial histórico tasa variable (3) = (2) - (1)
	Tasa variable	Tasa fija	Tasa variable (1)	Tasa fija	Tasa variable (2)	Tasa fija	
Comercial	84.3	15.7	86.4	13.6	85.2	14.8	-1.2
Consumo	18.8	81.2	12.1	87.9	12.5	87.5	0.4
Vivienda	97.4	2.6	29.2	70.8	12.9	87.1	-16.3
Microcrédito	24.0	76.0	14.6	85.4	10.4	89.6	-4.2
Total	N.D.	N.D.	59.9	40.1	54.7	45.3	-5.2

N.D.: No disponible.

Fuente: Superintendencia Financiera.