

## Recuadro 1

# La transmisión de la tasa de interés de política monetaria y sus expectativas hacia las tasas de interés de los depósitos a término y de crédito<sup>1</sup>

En el marco del esquema de inflación objetivo que rige a la política monetaria en Colombia, el Banco de la República usa como instrumento la tasa de interés de política monetaria (TPM). Al modificar la TPM, el Banco induce variaciones en las tasas de interés de mercado a diferentes plazos y en los precios de los activos, con lo cual influye en las decisiones de gasto y de inversión de los hogares y las empresas. Los mecanismos a través de los cuales las decisiones de política monetaria afectan las distintas variables económicas reciben el nombre de *canales de transmisión de la política monetaria*, los cuales finalmente impactan el crecimiento y la inflación. Los principales canales son: el de la tasa de interés, el del crédito, el de la tasa de cambio, el del precio de los activos y el de las expectativas.

En este recuadro se describen los canales de tasa de interés y de crédito y se resalta la importancia que en dichos canales tienen el traspaso de los cambios en la TPM y sus expectativas hacia las tasas de interés de la economía. Posteriormente, se muestran algunos resultados de estimaciones para el caso colombiano sobre este traspaso a las tasas de interés de los depósitos a término (CDT) y de crédito.

### 1. Dos canales de transmisión de la política monetaria: tasas de interés y crédito bancario

La literatura económica señala al canal de tasas de interés como un mecanismo importante de transmisión de la política monetaria mediante el cual los cambios en las tasas de interés de corto plazo, generados por movimientos en la TPM, tienen efectos sobre la actividad económica y la inflación. En una primera etapa, las variaciones en la TPM vigente se transmiten directamente a las tasas de interés del mercado monetario<sup>2</sup> (típicamente tasas a un día), pero también afectan las expectativas del mercado sobre los valores futuros de la TPM y la incertidumbre sobre ellos, lo cual incide en las tasas de interés a plazos mayores<sup>3</sup>. Estos cambios en los niveles de las tasas de interés a todos los plazos afectan las decisiones de consumo e inversión y alteran, a su vez, la dinámica de los precios.

La transmisión de la TPM vigente y de sus expectativas a las tasas de interés a diferentes plazos de ahorro y de crédito se refuerza con el canal de crédito bancario. Este opera cuando el préstamo bancario es una fuente muy importante de financiación de los agentes económicos<sup>4</sup>, y cuando las entidades financieras no tienen en su balance otro activo que pueda sustituir al crédito<sup>5</sup>. En estas condiciones, las variaciones en la TPM, además de traspasarse a los diferentes plazos de las tasas de interés de ahorro y de préstamos, también afectan la oferta de crédito. Por ejemplo, reducciones en la TPM disminuyen el retorno de

1 Este es un resumen de algunas secciones del documento técnico que será publicado en Borradores de Economía.

2 Véase el Recuadro 3: “Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023-2024”, en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, de julio de 2024.

3 Una tasa de interés a un plazo largo es igual a la suma de las tasas de interés de corto plazo observada y esperadas hasta su vencimiento, más una prima de riesgo que refleja la incertidumbre alrededor de las tasas de interés de corto plazo futuras (hipótesis de expectativas de tasas de interés). Por ejemplo, una tasa de interés a un año sería igual a la suma de la tasa diaria observada y las tasas diarias esperadas para cada día que contiene el año, más una prima que se paga al inversionista por el riesgo de que las tasas diarias futuras se desvíen de los niveles proyectados.

4 Los hogares y las empresas no tienen un fondeo sustituto del crédito bancario, ya que otro tipo de financiamiento les resulta más oneroso o de difícil acceso.

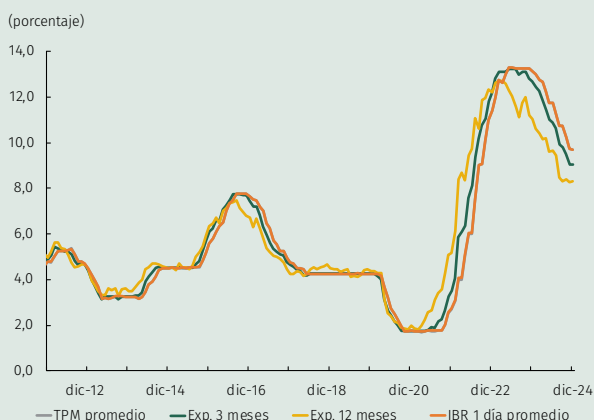
5 Cuando un banco observa un incremento en la demanda de crédito prefiere aumentar los depósitos para fondear la operación; esto porque tener recursos con la venta de otro activo (v. g.: venta de títulos, activos físicos, etc.) le resulta más costoso.

los depósitos de los bancos en el banco central o de los préstamos a otros bancos y, por tanto, generan incentivos para que aumenten la oferta de préstamos. Esto refuerza el impacto del cambio de la TPM en las tasas de interés de los préstamos, así como su efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

La transmisión de la política monetaria a través de los canales de tasa de interés y crédito puede ser afectada por factores como la regulación financiera (reserva bancaria, requerimientos de capital, límites a las tasas de interés, etc.), la información asimétrica, el poder de mercado, la participación de las tasas de interés fijas y variables en el mercado, el grado de incertidumbre sobre el ajuste futuro de la TPM, la credibilidad del banco central, entre otros.

## 2. La TPM, sus expectativas y su efecto sobre las tasas de interés de los CDT y de crédito

**Gráfico R1.1**  
Tasa de interés de política monetaria (TPM) y sus expectativas según el OIS<sup>a/</sup>  
(tasas efectivas anuales, promedios mensuales de los valores diarios)

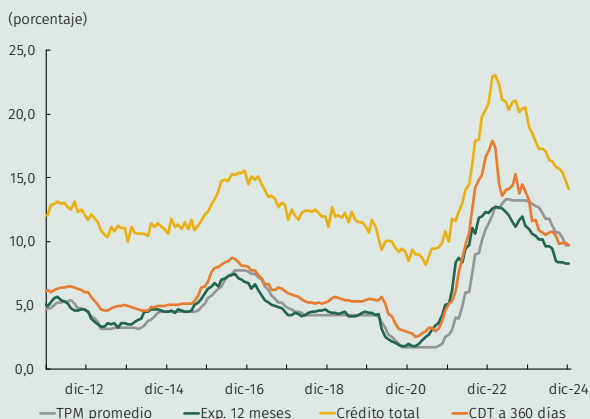


a/ Calculadas a partir del *overnight index swap*.  
Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

En primer lugar, en el Gráfico R1.1 se observa que la serie de la TPM y la tasa de interés del mercado monetario a un día (IBR) coinciden en el tiempo, lo cual indica que cualquier cambio en la TPM se transmite de forma inmediata al mercado monetario a un día. En el mismo gráfico también se muestran los senderos esperados que tienen los agentes de la TPM<sup>6</sup> para los próximos tres y doce meses, expectativas extraídas a partir de un indicador del mercado monetario llamado *overnight index swap* (OIS)<sup>7</sup>. Se destaca cómo los agentes anticiparon tanto el periodo de incrementos de la TPM iniciada al final de 2021 como el de reducciones que empezó al final de 2023.

En el Gráfico R1.2 se muestran las expectativas de la TPM a un año (según el OIS), junto con la tasa de interés de los CDT al mismo plazo y el promedio de la tasa de interés de crédito<sup>8</sup>. En este gráfico se observa una relación entre los movimientos de la TPM y sus expectativas frente a los cambios en las tasas de captación y de crédito. En las últimas fases de ascenso (sep. 2021 a abr. 2023) y descenso (dic. 2023 a dic. 2024) de la TPM, las tasas del sistema financiero comenzaron a reaccionar antes, en parte por las expectativas que tenían los agentes de futuros cambios en el costo de la liquidez que les ofrece el Banco de la República. En otras palabras, los bancos anticiparon los movimientos futuros de las TPM y esto se vio reflejado en el comportamiento de las tasas de ahorro y de crédito. Es importante destacar que, en esos periodos, además de las condiciones de oferta y demanda en los mercados de ahorro y de crédito, también se presentaron cambios regulatorios que afectaron la transmisión<sup>9</sup>.

**Gráfico R1.2**  
Expectativas de la TPM (OIS)<sup>a/</sup> y tasas de interés de CDT y de crédito<sup>b/</sup>  
(tasas efectivas anuales promedio mensual)



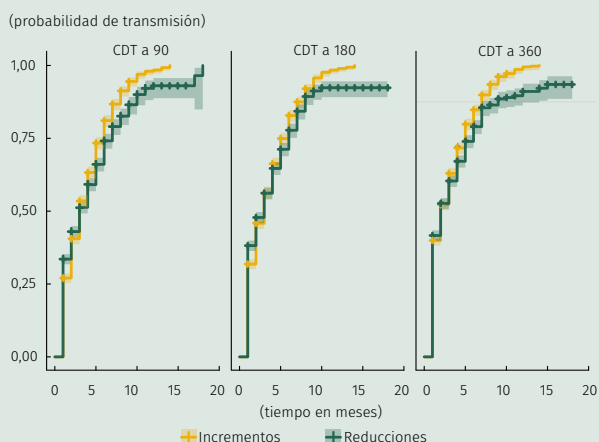
a/ Calculadas a partir del *overnight index swap*.  
b/ La tasa de interés de crédito total corresponde a la tasa de interés promedio ponderada por monto de los créditos: consumo, ordinario, preferencial y tesorería.  
Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

- 6 Resultados similares se obtuvieron al construir las sendas de la TPM esperada con base en la encuesta mensual a analistas económicos del Banco de la República.
- 7 Este es un contrato de intercambio (*swap* del índice *overnight*) el cual tiene una parte fija y una parte flotante. Una parte acuerda pagar el interés flotante sobre un principio nacional basado en una cierta tasa *overnight* (por ejemplo, la tasa efectiva de política monetaria) durante el periodo del contrato. A cambio, la otra parte se compromete a pagar la tasa fija acordada mutuamente hasta el final del acuerdo de *swap* o intercambio. En la fecha previamente acordada, después de que las obligaciones de pago de intereses flotantes y fijos de las dos partes se acumulen durante el periodo, se liquida la diferencia monetaria.
- 8 Tasa promedio ponderada por monto de los créditos: consumo, ordinario, preferencial y tesorería.
- 9 En 2023 la Superintendencia Financiera modificó el coeficiente de financiación estable neto (CFEN) aumentando las exigencias para tener un mejor calce entre los plazos de captación y crédito. Por lo anterior, algunas entidades bancarias incrementaron la demanda de CDT a largo plazo para cumplir con la regulación y presionaron al alza las tasas de interés de estos depósitos. Además, en agosto de 2024 el Banco de la República redujo en un punto porcentual el requerimiento de encaje bancario, disminuyendo el “costo de oportunidad” para los intermediarios de tener esos depósitos en el Banco.

En términos generales, ejercicios econométricos<sup>10</sup> muestran que la transmisión de los cambios en la TPM y sus expectativas (OIS) a las tasas de interés de los CDT y de crédito se da con tiempos distintos. Las tasas de interés de los CDT reaccionan igual o más rápido que las de los préstamos ante cambios en la TPM y sus expectativas. Las tasas de interés de los CDT tardan entre ocho y doce meses en presentar una transmisión importante (90% de un cambio de la TPM) a los diferentes plazos; en este mercado se encontró que, a menor plazo la transmisión es más rápida. En cuanto a los créditos, una transmisión significativa (90% de un cambio de la TPM) se da entre nueve y más de quince meses, dependiendo del tipo de préstamo. Las tasas de interés comerciales, que están en mayor porcentaje indexadas a la IBR o a la DTF frente a las tasas de los otros tipos de préstamos, muestran una transmisión más rápida (entre nueve y doce meses), seguidas por las tasas de créditos de consumo (entre doce y quince meses) y las tasas hipotecarias (más de quince meses). Según el tamaño de las entidades de crédito, el traspaso, tanto a las tasas de interés de los CDT como a las de préstamos, es más rápido en las entidades financieras grandes, seguidas de las medianas y pequeñas<sup>11</sup>.

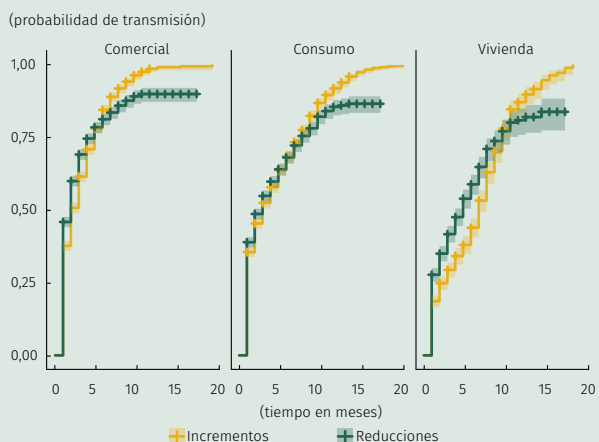
Otro ejercicio adicional busca estimar si la transmisión de las tasas de interés y sus expectativas es distinta en periodos de aumentos de la TPM frente a los de reducciones (asimetría). En el Gráfico R1.3 se muestran los resultados de una metodología que analiza las tasas de interés para cada establecimiento de crédito, donde se encuentran asimetrías en las tasas de interés de captación, presentando a más de diez meses una mayor probabilidad de transmisión en los periodos de incremento de la TPM. En el caso del crédito (Gráfico R1.4), en los primeros seis meses del año las tasas de interés de préstamos comerciales y de vivienda registran una transmisión más rápida en los periodos de reducciones de la TPM; después del año todos los tipos de crédito muestran una transmisión más probable en periodos de incrementos<sup>12</sup>.

**Gráfico R1.3**  
Probabilidad de transmisión de la TPM y sus expectativas a las tasas de interés de captación



Fuente: cálculos propios de los autores.

**Gráfico R1.4**  
Probabilidad de transmisión de la TPM y sus expectativas a las tasas de interés de crédito



Fuente: cálculos propios de los autores.

## Referencias

- Beyer, R.; Chen, R.; Misch, F.; Claire, L.; Ozturk, E.; Ratnovski, L. (2024). “Monetary Policy Pass-Through to Interest Rates: Stylized Facts From 30 European Countries”, Working Paper núm. 2024/009, IMF.
- Cristiano-Botia, D.; González-Molano, E.; Huertas Campos, C. (2017). “Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero considerando las expectativas de los agentes”, Borradores de Economía, núm. 988, Banco de la República de Colombia.
- Galindo, A.; Steiner, R. (2022). “Asymmetric Interest Rate Transmission in an Inflation Targeting Framework: The Case of Colombia”, Latin American Journal of Central Banking 3(3):100069.

- 10 Los resultados de estos ejercicios serán publicados con más detalle en la serie Borradores de Economía. Estos se hicieron con las tasas de interés de CDT nuevos y las de desembolsos de crédito. Con corte a diciembre de 2024, el 78,8% de las captaciones nuevas y el 59,3% de los desembolsos del sistema financiero fueron a tasa fija. Cerca del 80% de los créditos comerciales están indexados a la IBR o a la DTF.
- 11 Esta clasificación por tamaño considera la información de los activos de las entidades financieras.
- 12 Otra metodología, que utiliza las tasas de interés agregadas de los CDT y de crédito ponderadas por el monto, indica que en las tasas de interés de consumo y comercial la transmisión es más rápida durante los periodos de reducciones de la TPM frente a los de aumentos; en contraste, las tasas de depósitos y de vivienda no muestran asimetrías.

- Gómez-González, J. E.; González-Molano, E.; Huertas-Campos, C.; Cristiano-Botia, D.; Chavarro-Sánchez, X. (2016). "An Evaluation of the Transmission of the Policy Interest Rate to the Financial System's Interest Rates in Colombia", *Ecos de Economía*. 20(42):2016.
- Kho, S. (2023). "Deposit Market Concentration and Monetary Transmission: Evidence from the Euro Area", Working Paper núm. 790, DNB.
- Maravalle, A.; González, A. (2022). "The Pass-Through of The Monetary Policy Rate into Lending Rates in Mexico", Working Paper, núm. 1734, OECD Economics Department.
- Mayordomo, S.; Roibas, I. (2023). "The Pass-Through of Market Interest Rates to Bank Interest Rates", Occasional Paper núm. 2312, Banco de España.
- Vargas, H.; González, A.; Lozano, I. (2012). "Macroeconomic Effects of Structural Fiscal Policy Changes in Colombia", Borradores de Economía, núm. 691, Banco de la República de Colombia.
- Wang, Y.; Whited, T.; Wu, Y.; Xiao, K. (2022). "Bank Market Power and Monetary Policy Transmission: Evidence from a Structural Estimation", Working Paper núm. 27258, NBER.