



## ¿Es la DTF “La” tasa de interés de la economía?

Entre las muchas particularidades del funcionamiento del día a día del sector financiero en Colombia, la tasa de interés merecen un capítulo aparte, y específicamente la diversidad de indicadores que la miden. La utilización cotidiana e indiscriminada de denominaciones como efectivo anual, trimestre anticipado y vencido y semestre anticipado y vencido tienen como resultado desorden y desinformación para los usuarios y los propios agentes del sistema financiero. De otro lado, el sinnúmero de tasas de interés en el mercado son otro ejemplo de confusión. La existencia de la TBS (tasa básica de la superintendencia bancaria), la TIB (tasa interbancaria), la DTF (tasa de captación a través de Depósitos a Término Fijo), la TCC (tasa de captación de las corporaciones financieras), la tasa de los TES e incluso la tasa de las operaciones de intervención del Banco de la República conforman el universo de indicadores que buscan identificar el costo de los recursos en la economía.

En medio de este alto número de tasas de interés, la tasa DTF se ha convertido en la principal referencia de la evolución del costo de los recursos en la economía colombiana. Dada la importancia que tiene para una economía el comportamiento de su tasa de interés de referencia, el presente documento analiza las características de la DTF, las principales críticas a su cálculo y finalmente se realiza una propuesta alternativa.

### ¿Qué es la DTF ?

La tasa DTF es el resultado de promediar la tasa de captación a 90 días a través de Certificados de Depósito a Término (CDT's) de todos los intermediarios financieros, ponderado por el monto captado. A partir de la información que todos los intermediarios financieros envían diariamente a la Superintendencia Bancaria sobre sus captaciones, el Banco de la República realiza el cálculo con las captaciones a 90 días e informa el valor de la DTF al mercado. Las entidades cuyas captaciones entran en el cálculo son bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.

El periodo de vigencia de la DTF es de una semana, y para su cálculo se toman las operaciones ocurridas desde el viernes de una semana hasta el jueves de la semana siguiente, de forma que el viernes siguiente el Banco de la República da a conocer la DTF que estará vigente del lunes al domingo próximos.

A diferencia de la metodología utilizada para el cálculo de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria (TBS), la DTF incluye todas las operaciones a 90 días a través de CDT's, mientras la TBS excluye ciertas observaciones de acuerdo con determinados

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*

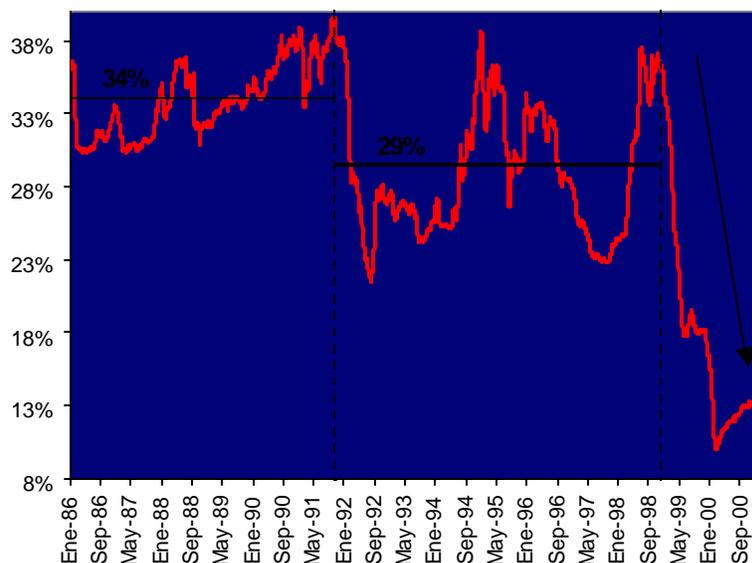


criterios técnicos. Adicionalmente, la TBS calcula tasas indicativas para distintos plazos<sup>1</sup> y los publica en forma diaria.

En los últimos quince años, la DTF nominal ha observado una evolución que podríamos agrupar en tres fases claramente diferenciables:

- ?? Desde inicios de 1986 hasta finales de 1991, la DTF presentó un comportamiento relativamente estable (una desviación estándar de sólo 2.4%) con una tasa nominal que giraba alrededor de un nivel del 34%.
- ?? A la par con la introducción de un Banco Central independiente, con claras y definidas responsabilidades de control del nivel de precios y el inicio efectivo del proceso de reducción de la inflación, la DTF experimentó una disminución en su nivel nominal, acompañado de un incremento en su volatilidad (la desviación estándar de la DTF en el período comprendido entre octubre de 1991 y octubre de 1998 fue 4.4%). En este período, el nivel promedio de la DTF fue 29%.
- ?? Desde finales de 1998, la DTF se ha desplomado en una caída sin precedentes. De niveles de 37.5% en noviembre de 1998 la DTF cayó a 10% en un período de sólo 14 meses. La tendencia de reducción es tan clara y definida que no es posible identificar un nivel medio en torno al cual fluctuara la DTF. Este comportamiento ha estado asociado con el proceso de recesión de la producción de la economía colombiana que ha afectado en forma especial al sector financiero, y obviamente a la brusca corrección a la baja del nivel de inflación.

**Tasa de Captación DTF E.A.**



Si bien el comportamiento de la DTF nominal da una idea de la volatilidad de la tasa y su relación con los cambios institucionales<sup>2</sup> y del entorno macroeconómico, la DTF real da

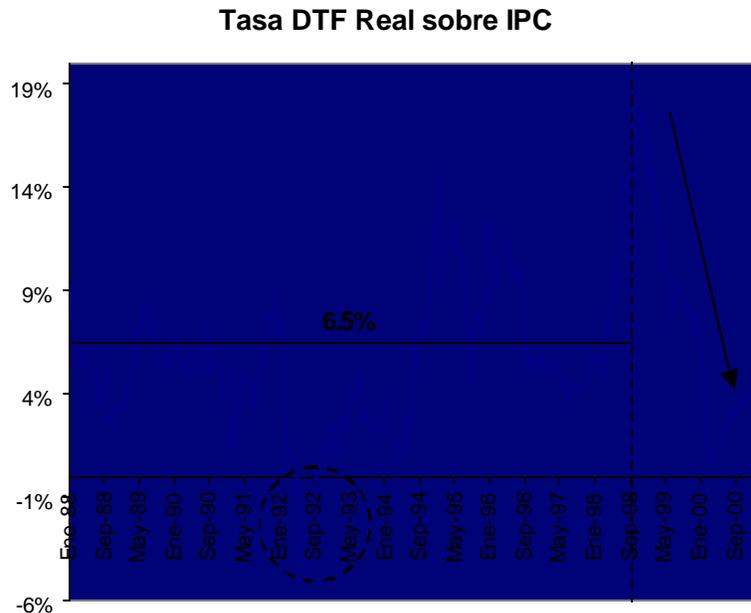
<sup>1</sup> 2 a 14 días, 15 a 29 días, 30 días, 60 días, 90 días, 180 días, 360 días y más de 360 días.

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*



una mejor idea de la evolución del costo de los recursos medidos por esta tasa de referencia. Esto es especialmente importante si consideramos la reducción de la inflación que se ha dado en Colombia desde 1990.

De la observación de la evolución de la DTF real en los últimos 15 años vale la pena llamar la atención sobre dos hechos: la ocurrencia de una DTF real negativa entre abril y septiembre de 1992 (única ocasión en el período analizado) y un incremento de la volatilidad de la DTF real desde 1994.



El observar tasas reales negativas es un fenómeno poco común en países en vías de desarrollo donde la abundancia relativa de capital ha sido tradicionalmente baja, por lo que la tasa de retorno a éste es alta comparada con países en estados más avanzados de desarrollo. Desde finales de 1991, sin embargo, el Banco de la República condujo una política expansionista con el fin de llevar las tasas de interés domésticas a estándares internacionales, lo cual, combinado con un nivel de inflación cercano al 25% derivó en tasas reales negativas. La política monetaria adoptada por el Banco de la República produjo tasas de crecimiento de los medios de pago superiores al 40% anual frente a tasas de inflación del orden del 25%. Este cambio en la orientación de la intervención del Banco de la República se percibió en su momento como una modificación estructural que exigía el nuevo escenario de apertura de la economía:

<sup>2</sup> Por ejemplo la Constitución de 1991 produjo una serie de cambios importantes sobre las instituciones económicas del país. A nivel de la autoridad monetaria se dio independencia al Banco Central, se definió la estabilidad del nivel de precios como su único mandato y la necesidad de decisión unánime de su Junta Directiva para otorgar crédito al Gobierno Nacional. De otro lado, la política de apertura e inserción en los mercados internacionales implicó la creación de nuevas instituciones gubernamentales y la reforma de otras.

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*



“...desde octubre de 1991 la política monetaria ha tenido como objetivos reducir el diferencial de tasas de interés con el exterior y permitir, dentro de márgenes moderados, una mayor expansión del crédito doméstico. Se modificó así el énfasis tradicional de control sobre la cantidad de dinero, por un mayor seguimiento a la evolución de las tasas de interés; con tal propósito se ha venido reduciendo el saldo de OMA y el Banco de la República ha liderado una caída de las tasas de captación domésticas.”<sup>3</sup>

A excepción de este episodio, la DTF real presentó un comportamiento relativamente estable hasta finales de 1998. A pesar de picos como los de finales de 1994 y 1995, la tasa DTF real fluctuaba alrededor de un nivel de 6.5%, que es el que generalmente se asocia al nivel de largo plazo de la DTF real en Colombia. Sin embargo, al igual que en el caso de la DTF nominal, el final de 1998 señala el punto de quiebre más importante de la DTF real. Después de alcanzar en noviembre de 1998 el nivel de tasa real sobre IPC más alto de todo el período analizado (casi 18%), la DTF inició un proceso de caída vertiginoso que la llevó a comienzo de 2000 a niveles de 0.5%.

Del comportamiento de la DTF real se puede concluir que la caída de la DTF nominal en 1999 no se debió a una reducción de la inflación, en cuyo caso la DTF real no se habría alterado, sino a otros factores, como la fuerte contracción del sector financiero, la caída en el nivel de producción de la economía y una política monetaria más holgada de parte del Banco de la República.

La causalidad que ha llevado a esta caída de la tasa de interés pasa por la reducción de la demanda por recursos. En un escenario de recesión, además de la contracción de la demanda interna, las consideraciones de riesgo hacen que el número de agentes de la economía calificados para acceder a crédito por parte del sector financiero se reduzca (sobre todo después de un proceso de expansión descontrolada del crédito como el de la economía colombiana a mediados de los noventa). Este hecho reduce la necesidad de captación de recursos por parte de las entidades financieras. Para adaptarse a este escenario, las entidades financieras redujeron el nivel de sus tasas de captación a niveles que se conocieron como “tasas para no captar”. Es decir, tasas de rendimiento tan bajas que llevaban a los ahorradores a buscar otras opciones de inversión distintas a los CDT´s de las entidades financieras. Esta situación era sostenible debido a que la contracción de la cartera de créditos de las entidades era tal que no había necesidad de buscar nuevos recursos.

Desde marzo de 2000, la tasa DTF real ha iniciado un lento pero sostenido proceso de incremento que la ha llevado a niveles de 4.6% al cierre de febrero de 2001, acercándose al nivel de largo plazo mencionado anteriormente de 6.5%.

## **La Tasa de Referencia**

En los últimos años la DTF ha logrado posicionarse como la principal tasa de referencia de la economía colombiana por encima de la TCC, e incluso de la TIB. Su uso ha crecido de

---

<sup>3</sup> Revista del Banco de la República, noviembre de 1992. pgs 13-14.

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*



tal forma que a pesar de ser un promedio de las captaciones a 90 días, la DTF ha sido utilizada para indexar bonos de largo plazo (7 y 10 años) de empresas privadas y entidades públicas. Incluso los bonos Fogafín, utilizados por el Gobierno Nacional en el salvamento y capitalización de las entidades financieras<sup>4</sup>, han sido indexados a la DTF. Los siguientes son los principales bonos emitidos en el último año indexados a la DTF.

#### Emisiones de Bonos indexados a la DTF durante el año 2000

Empresa	Calificación	Plazo	Tasa	Mes de emisión
<b>Entidades Privadas</b>				
Universidad Pontificia Bolivariana	AA-	7 años	DTF + 3.5%	Enero
Bavaria SA	AAA	3 años	DTF + 1.75%	Enero
Bavaria SA	AAA	5 años	DTF + 2%	Enero
Bavaria SA	AAA	7 años	DTF + 2.6%	Enero
Triple A	AA	3 años	DTF + 2.5%	Febrero
Triple A	AA	5 años	DTF + 3%	Febrero
Triple A	AA	7 años	DTF + 3.2%	Febrero
Colsanitas	AA	5 años	DTF + 3.5%	Febrero
EPSA S.A. E.S.P.	AAA	5 años	DTF + 3.5%	Febrero
Manuelita	AA	7 años	DTF + 3.5%	Mayo
Manuelita	AA	10 años	DTF + 3.5%	Mayo
Gas Natural	AA+	3 años	DTF + 2.75%	Julio
Biofilm	AA+	7 años	DTF + 3.5%	Julio
Panamco	AAA	5 años	DTF + 2.75%	Agosto
Panamco	AAA	7 años	DTF + 2.9%	Agosto
Petco	AA+	3 años	DTF + 2.85% / 3%	Agosto
Petco	AA+	5 años	DTF + 3.1% / 3.5%	Agosto
Devinorte	AA+	6 años	DTF + 4%	Noviembre
Sofasa	AA+	3 años	DTF + 3.2%	Diciembre
<b>Entidades Públicas</b>				
Santafé de Bogota DC	AA+	7 años	DTF + 2.9%	Enero
Santafé de Bogota DC	AA+	10 años	DTF + 3.15% / 3.2%	Enero
Municipio de Medellín	AA+	7 años	DTF + 3%	Noviembre
Municipio de Medellín	AA+	10 años	DTF + 3.3%	Noviembre

Fuente: Banca de Inversión - Corporación Financiera del Valle

En el caso de los bonos de largo plazo indexados a la DTF también se presenta una distorsión que puede atribuirse a las deficiencias de la tasa de referencia. El indexar un título a una tasa de referencia de mercado es un mecanismo para proteger, tanto al emisor como al comprador del bono, de las variaciones futuras en la tasa de interés. Por lo tanto, la prima o el margen sobre la DTF que rinden estos títulos sólo debe reflejar el riesgo del emisor del título y no las condiciones del mercado de dinero. Sin embargo, en las colocaciones de esta clase de bonos se pueden observar diferencias en el margen sobre DTF para una misma empresa en un margen tan corto de tiempo que no pueden explicarse por cambios de riesgo del emisor. Estos cambios en el margen sobre DTF de estos títulos parecen estar relacionados con el nivel de la tasa de interés de la economía, desvirtuando el papel de la indexación del bono a la DTF.

<sup>4</sup> Los principales bonos emitidos por Fogafín indexados a la DTF son los bonos línea de capitalización del sector privado, los bonos línea para deudores hipotecarios en mora y los bonos línea para deudores hipotecarios. Todos pagan DTF trimestre vencido.

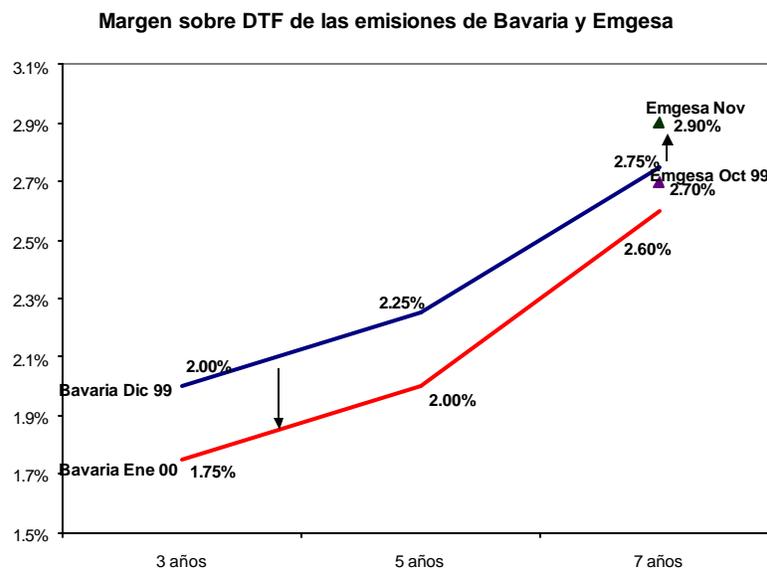
*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*



Al tomar como ejemplo empresas que realizaron colocaciones de bonos indexados a la DTF en dos momentos distintos del tiempo, se pueden observar los cambios que experimentaron los márgenes sobre DTF de los bonos a pesar de que el riesgo del emisor no había cambiado.

Entre diciembre de 1999 y enero de 2000 Bavaria realizó dos emisiones de bonos indexados a la DTF. Aunque el riesgo emisor de Bavaria no se modificó en ese mes, el margen sobre DTF de los bonos cayó 25 pbs para los plazos de 3 y 5 años y 15 pbs para el plazo de 7 años. Este cambio en el margen coincidió con una caída de las tasas de interés en ese período: la DTF pasó de un promedio de 16.8% en diciembre de 1999 a 14.3% en enero de 2000.

En las colocaciones de bonos de Emgesa sucedió algo similar. El margen sobre DTF de sus bonos a 7 años subió 20 pbs entre octubre y noviembre de 1999 a pesar de que la solidez de la empresa y sus condiciones financieras no variaron en ese mes.



Fuente: Banca de Inversión - Corporación Financiera del Valle S.A.

El hecho de que los compradores de los bonos modifiquen el margen sobre la DTF según los cambios en las tasas de interés del mercado, indica que no existe la percepción por parte de los agentes de que la DTF refleje correctamente la tasa de interés del mercado. Como consecuencia, los compradores de los bonos modifican el margen sobre DTF según las condiciones del mercado, y no por las consideraciones de riesgo emisor. En conclusión, desvirtúa el papel de la indexación del rendimiento del bono a la DTF como seguro contra los cambios en la tasa de interés del mercado.

La DTF se utilizó incluso como tasa de referencia en obligaciones de largo plazo al incluirse en el cálculo del valor del UPAC (Unidad de Poder Adquisitivo Constante), la unidad en que se denominaban los créditos hipotecarios. Con el ánimo de reducir la

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*

Consulte nuestros informes en [www.corfivalle.com](http://www.corfivalle.com)



exposición de las entidades de crédito con cartera hipotecaria a los cambios en la tasa de interés del mercado, se decidió “atar” el costo del crédito (denominado en UPAC) al costo de las captaciones (DTF). Al definir el UPAC como el 74% del promedio móvil de la DTF de las 4 semanas anteriores a su fecha de cálculo, una variación en el costo de los recursos de las entidades financieras se compensaba con una variación proporcional en el valor de los créditos denominados en UPACs.

Sin embargo, esta medida llevó a que el valor de las deudas hipotecarias de largo plazo incorporara la volatilidad del mercado monetario de corto plazo, golpeando seriamente la capacidad de pago de los deudores en coyunturas de incrementos de la DTF (p.e. finales de 1998) y por ende afectando negativamente la calidad de la cartera hipotecaria.

Sin considerar el episodio de “disparada” de la DTF, hacer depender el costo de una deuda de 20 o 30 años de las variaciones de una tasa de referencia de corto plazo es un esquema insostenible en el largo plazo. Esto se agrava si los deudores son, como en el caso de los deudores hipotecarios, agentes de la economía cuyo ingreso (salario) no está atado a los rendimientos del mercado en el corto plazo, por lo cual no pueden responder a cambios bruscos en la DTF. En este sentido, denominar las deudas hipotecarias en una unidad que crezca con la inflación (como la UVR) permite a los deudores responder a cambios en el valor de esta unidad gracias que su ingreso también crece con la inflación.

En el caso del UPAC, la ausencia de un mercado de ahorro a largo plazo, y por lo tanto de un indicador para este plazo, hicieron que fuera la DTF la tasa elegida para definir el valor de la unidad en que se denominaron los créditos hipotecarios, a pesar de los evidentes problemas que podía traer.

Sin embargo, la utilización de la DTF en casos como los expuestos no es la única crítica que se puede hacer a esta tasa de referencia. También existen reparos respecto a la metodología de cálculo de la DTF y a su capacidad de reflejar en forma razonable la evolución de la tasa de interés del mercado. A continuación se presentan aquellas objeciones que consideramos de mayor relevancia y que pueden conducir a la necesidad de construir un nuevo indicador de mercado.

## **Las críticas a la DTF**

El principal inconveniente técnico de la tasa DTF como tasa de interés de referencia de la economía colombiana es que ésta no refleja correctamente el costo real de los recursos en la economía. Las consideraciones que se presentan a continuación se pueden agrupar en dos grupos: problemas de metodología y problemas de mercado.

### **Problemas de Metodología**

La metodología de cálculo de la DTF presenta varias características que no lo hacen un indicador adecuado de la tasa de interés del mercado.

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*

Consulte nuestros informes en [www.corfivalle.com](http://www.corfivalle.com)



?Riesgos Heterogéneos: Al incluir en forma indistinta las captaciones de instituciones de crédito con niveles de riesgo muy diferentes, no se reconoce el hecho de que a mayor riesgo del emisor corresponde un mayor retorno sobre el capital.

Con un indicador que no reconoce diferencias de riesgo, surge la pregunta: ¿la DTF es el costo de “prestar” recursos a quién? La respuesta es un rango que va desde un banco filial de una de los más sólidos grupos financieros del mundo hasta instituciones al borde de ser intervenidas por Fogafín. Como resultado de esta metodología de cálculo se tiene una tasa cuyo significado no es de especial utilidad para el mercado, ya que “el promedio de las captaciones a 90 días de todas las entidades” no dice mayor cosa sobre el riesgo de estas captaciones.

Adicionalmente, el cambio en el nivel de la DTF también podría ser sujeto de varias interpretaciones. Un incremento de la DTF podría responder efectivamente a que todos los intermediarios aumentaron sus tasas de captación a 90 días o bien a que las instituciones con mayor riesgo (y por tanto que pagan una mayor tasa) captaron una mayor proporción del total de recursos mientras las de menor riesgo (y que pagan una menor tasa) captaron menos. En este caso, la tasa de interés de captación de cada uno de los intermediarios podría haberse mantenido inalterada y sin embargo la DTF subiría, sugiriendo, erróneamente, que la tasa de interés de la economía subió.

Las experiencias internacionales sugieren que la determinación del riesgo que refleja una tasa de referencia es esencial para la utilidad del indicador. Por ejemplo, la tasa Prime en Estados Unidos incluye en su cálculo las tasas a las que los principales bancos prestan dinero a sus clientes preferenciales. Al estandarizar el riesgo de las observaciones incluidas en el cálculo de la tasa en un nivel específico (clientes preferenciales), se homogeniza y define claramente el riesgo correspondiente a la tasa Prime. La utilización de las tasas de rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano como referencia en el mercado, es otro ejemplo de la importancia del riesgo homogéneo en la determinación de una tasa de interés de referencia.

?Vigencia y rezago del cálculo: es difícil comprender cómo un mercado monetario que busca ser dinámico y con expectativas de crecimiento, sigue rigiéndose por una tasa de referencia que permanece inalterada a lo largo de 7 días. Esto es especialmente llamativo en Colombia, donde las noticias que afectan el costo de los recursos cambian casi diariamente. Eventos que van desde cambios en las reglas de intervención del Banco de la República en el mercado hasta la turbulencia política, no pueden ser capturados oportunamente por la DTF. Este hecho implica también una menor transparencia del indicador y una mayor dificultad en el seguimiento del mercado, ya que los movimientos del mercado se reflejan en un solo cambio cada semana, en lugar de progresivos cambios diarios.

Adicionalmente, el rezago en el cálculo de la DTF hace que la tasa no refleje oportunamente los cambios en las condiciones del mercado. En el caso más extremo, una modificación de las condiciones del mercado ocurrida un viernes 2 de cualquier mes, sólo se reflejará en la DTF que entra en vigencia el lunes 12 de ese mismo mes. Como

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*

Consulte nuestros informes en [www.corfivalle.com](http://www.corfivalle.com)

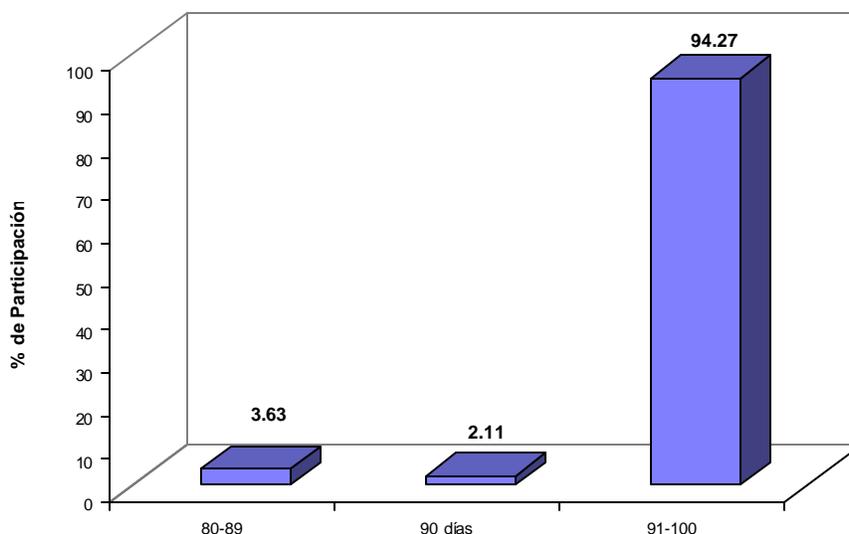


consecuencia de esta característica, en ocasiones el mercado ya no se guía por el nivel o la variación de la DTF porque sabe que no refleja los sucedido en los últimos días y que en realidad el nivel de la tasa de interés es otro.

Otros plazos: La tasa DTF se concentra única y exclusivamente en las captaciones a 90 días. Por lo tanto no permite conocer ni el nivel ni los cambios de la tasa de interés en plazos distintos, por lo que la información sobre los cambios en la curva de rendimiento de la economía se desconoce.

Este problema no sería tan grave si efectivamente buena parte de las captaciones de las entidades financieras se concentraran en el plazo de 90 días. Sin embargo, y aunque en relación a los plazos tradicionales de 180 y 360 días las captaciones a 90 días son mayores, esto no parece ser cierto al observar las captaciones entre 80 y 100 días. Según la Asobancaria, el grueso de las captaciones entre 80 y 100 días no se presenta en el plazo de 90 días.

**Captaciones del sistema financiero por plazos  
(80 a 100 días)**



Fuente: Reporte "La Semana Económica" No. 269. Asobancaria

Por lo tanto, al incluir exclusivamente las tasas de captación a 90 días en el cálculo del indicador, se deja por fuera la mayor parte de la información cercana a los 3 meses.

Aparte del problema de representatividad de la muestra que implica este hecho, surge la inquietud sobre qué hace que las entidades abandonen las captaciones a un plazo convencional y estándar como 90 días a favor de captaciones a 93, 95 o 97 días. Nuestra hipótesis para responder a estas preguntas da pie al segundo grupo de cuestionamientos a la DTF.

### Problemas de Mercado

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*

Consulte nuestros informes en [www.corfivalle.com](http://www.corfivalle.com)



El hecho de que los intermediarios financieros hayan desplazado sus captaciones hacia plazos entre 91 y 100 días en lugar del plazo de 90 días que entra a hacer parte del cálculo de la DTF, es un indicio de la existencia de problemas de mercado en la construcción de la DTF.

Nuestra hipótesis para el desplazamiento de las captaciones hacia plazos distintos a 90 días por parte de las entidades financieras es la siguiente: como las captaciones a 90 días son las que se reportan a la Superintendencia Bancaria, y esta información a su vez se convierte en pública, la solvencia de las entidades de crédito puede ser analizada por el resto del mercado a partir de su costo de fondeo a 90 días.

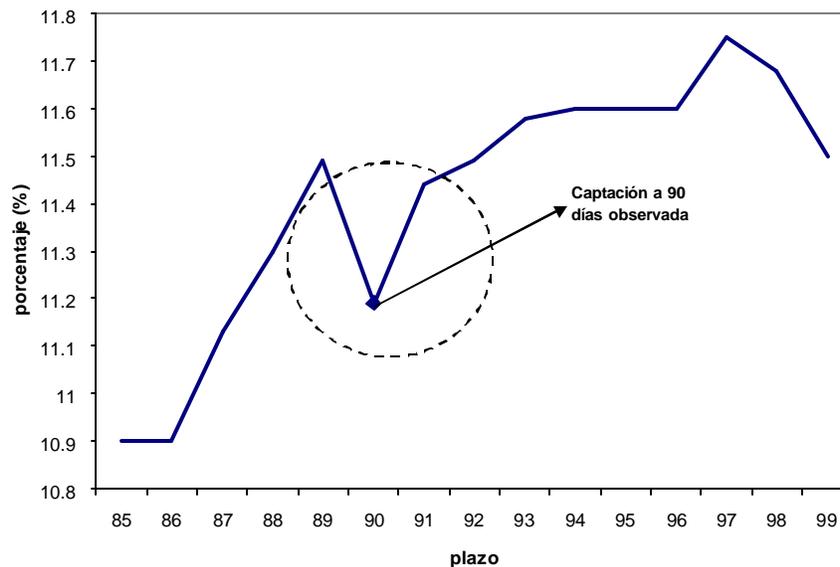
Existe la percepción, errada en la mayoría de casos, de que una entidad que capta por encima del promedio del mercado se encuentra en dificultades de liquidez y que por ello necesita conseguir recursos a través de tasas de captación altas. Si esta percepción sobre la solidez de la entidad se propaga, es probable que los otros agentes del mercado le reduzcan los cupos de fondeo o le incrementen el costo de los préstamos. Este riesgo no es despreciable, especialmente si se considera la debilidad actual del sistema financiero, sus resultados recientes y la importancia cada vez mayor del análisis de riesgo en las entidades financieras en Colombia.

En este sentido, el objetivo de las entidades es dar una imagen sólida por lo que deciden mostrar tasas de captación bajas a 90 días. Este esquema es sostenible en la medida en que las entidades no captan la mayor parte de recursos a 90 días, sino que lo hacen a plazos cercanos pero diferentes. Así, las entidades pueden ofrecer tasas altas en los plazos cercanos a 90 días para captar los recursos del público sin afectar su imagen en el mercado.

El resultado de esta lógica es una distorsión en la tasa promedio de captación a 90 días. En el gráfico siguiente se puede ver que la tasa promedio de captación está por lo menos 30 pbs por debajo de la tasa esperada dado el nivel de las tasas de colocación en los plazos cercanos.



Tasas de CDT a plazos (85 a 100 días) Promedio enero- julio 2000



Fuente: Reporte “La Semana Económica” No. 269. Asobancaria

Esta distorsión, resultado de problemas del mercado, muestra que la DTF no refleja en forma razonable el verdadero nivel de la tasa de interés. En primer lugar, porque el monto de las captaciones a 90 días no es representativo dentro del monto total de captaciones de las entidades en plazos similares. Y en segundo lugar, porque los valores de las tasas de interés de las captaciones a 90 días no corresponden al verdadero valor del rendimiento de las captaciones de las entidades.

## La Propuesta

Considerando el número de indicadores de tasas de interés que existen en la economía actualmente, proponer un nuevo indicador puede parecer poco apropiado. Adicionalmente, muchas obligaciones y contratos en Colombia (entre ellos los bonos enumerados anteriormente) se encuentran indexados a la DTF por lo que un cambio de índice supondría una serie de costos y de trastornos resultado de la adecuación de las condiciones de estas obligaciones.

Sin embargo, es un hecho que la DTF está lejos de ser una referencia aceptable de la evolución y del nivel de la tasa de interés de la economía colombiana. Consideramos, además, que el hecho de ser un indicador tradicional y de uso extendido no es suficiente para pasar por alto las deficiencias enunciadas.

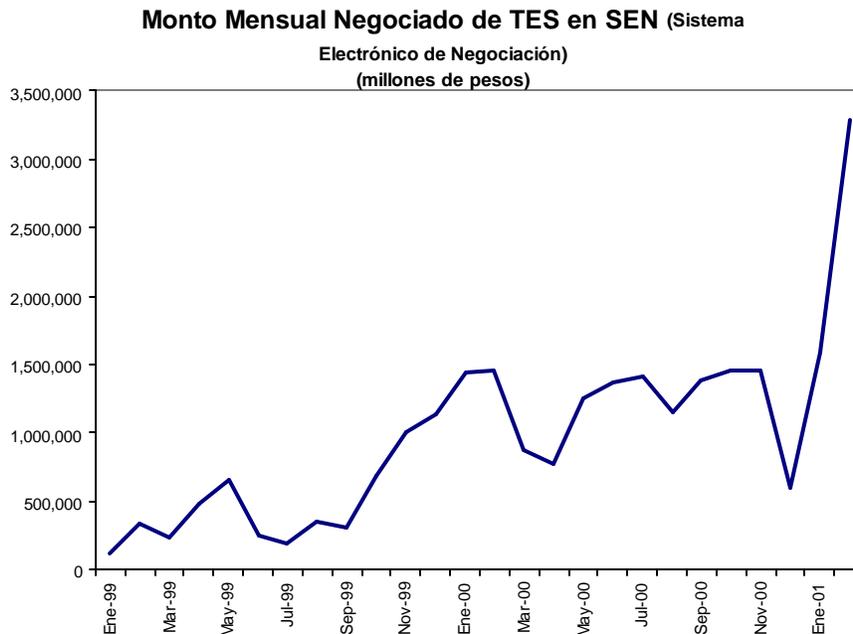
La propuesta es utilizar la tasa de rendimiento de los títulos de deuda interna del Gobierno Nacional como insumo base para construir un indicador de tasa de interés. Los TES tienen varias cualidades para subsanar las críticas realizadas a la DTF:

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*

Consulte nuestros informes en [www.corfivalle.com](http://www.corfivalle.com)



- ?? Riesgo Homogéneo: los TES son riesgo nación, un riesgo homogéneo y reconocido por el mercado como el menor del país, lo que le permite ser base para el resto de emisores del mercado.
- ?? Mercado secundario líquido: las negociaciones secundarias de TES permiten calcular diariamente una curva de rendimientos de TES entre 1 y 1098 días al vencimiento (CETES). Este es un mercado que día a día viene ganando importancia y en la medida en que los volúmenes de transacción sean mayores, la confiabilidad y transparencia del indicador que salga de allí será mayor.



Fuente: Banco de la República

- ??Menos vulnerable a manipulaciones por parte del mercado: en la medida en que la información es producto de las negociaciones sobre los títulos de deuda del Gobierno Nacional, los movimientos en las tasas de negociación no serán interpretados como signos de solidez o debilidad de una entidad. Esto elimina el incentivo a “mentirle” al indicador por parte de las entidades.
- ??Plazos más largos: Al existir TES tasa fija hasta de 5 años es posible tener tasas indicativas para distintos plazos, no solo 90 días, y también permite tener tasas de referencia de plazos más acordes a los plazos de los bonos privados o los contratos de largo plazo. Indudablemente hace más sentido que el índice al cual está atado un contrato o un bono a 7 o 10 años resulte de negociaciones sobre activos de plazos de 3 o 5 años, que a la DTF que se basa en operaciones a 90 días.

*Los conceptos y opiniones contenidos en este documento se emiten a título informativo y no constituyen consejo a sus lectores para cualquier aspecto o tema tratado en él.*

Consulte nuestros informes en [www.corfivalle.com](http://www.corfivalle.com)



## Anexo

El siguiente cuadro presenta un resumen de las principales tasas de referencia de las tasas de interés en distintas economías.

Vale la pena señalar dos características de las tasas de referencia de otros países que las hacen diferentes de la DTF:

1. La periodicidad es diaria o no esta predeterminada, de forma que varía cada que las variaciones de las condiciones del mercado lo ameriten. Es decir, son tasas que buscan incorporar con la mayor oportunidad posible los cambios del mercado.
2. Hay una búsqueda de un riesgo homogéneo en las operaciones sobre las que se basan los cálculos. En ocasiones con los títulos de deuda pública como respaldo, con las tasas de negociación de estos títulos directamente o con la definición de un estándar común para la contraparte en la operación (los clientes preferenciales en el caso de la Prime Rate). En el caso de la LIBOR o BAIBOR, sólo se incluyen los bancos más importantes del país.

País	Tasa de Referencia	Periodicidad	Definición
Colombia	DTF	Semanal	Tasa de Captación Promedio de las Entidades Financieras a 90 días
Estados Unidos	Prime Rate	Cada vez que hay cambios.	Tasa cobrada por los bancos a sus mejores clientes.
Reino Unido	LIBOR	Diaria	Tasa de Captación de un grupo de bancos londinenses por depósitos en dólares a distintos plazos
Argentina	BAIBOR	Diaria	Adaptación de LIBOR para los bancos de Buenos Aires
Brasil	SELIC	No definida	Tasa de prestamos interbancarios respaldados por títulos de deuda pública federales
Mexico	CETES	Diaria	Tasas promedio de negociación del título de deuda pública a 28 días.