

TASAS DE REFERENCIA INTERNACIONAL

EVOLUCIÓN E IMPACTOS

INTRODUCCIÓN

La tasa de interés, en su definición financiera, es el valor que tiene el dinero en el tiempo. Asimismo, puede entenderse como la compensación que recibe un depositante o un inversionista, por colocar su dinero para uso de una entidad como su fuente de financiamiento (suele expresarse en porcentaje de rendimiento para cierto período de tiempo). De acuerdo con el Banco Central de Reserva de El Salvador (en adelante BCR)¹, los factores que mueven las tasas de interés, son aquellos que alteran la oferta y demanda de fondos prestables: la política monetaria, la política fiscal, la actividad real, la inflación, el riesgo de crédito, los flujos de capital, el consumo, el ahorro, y las tasas de referencia internacional.

En países con moneda propia en circulación, la intervención estatal, en términos de política monetaria, resulta muy importante. Los movimientos de las tasas propician distintos comportamientos en los actores económicos: tasas altas incentivan el ahorro, mientras que tasas bajas incentivan el consumo, por ejemplo.

De acuerdo con el BCR¹, las principales tasas de referencia internacional que impactan los mercados locales son: la London Interbank Offered Rate (LIBOR), la Tasa de fondos federales de Estados Unidos, la US Prime y las Tasas de los bonos del tesoro de Estados Unidos. Actualmente, la integración de los mercados financieros, así como el acceso a la información, permiten observar el movimiento de las tasas de interés internacional periódicamente, y así prever movimientos similares en las tasas locales.

En términos de riesgo, una de las tasas de referencia más importante, controlada por la Reserva Federal de Estados Unidos (en adelante FED), es la Tasa de fondos federales de Estados Unidos, ya que refleja de manera implícita el riesgo de liquidez que se percibe en el mercado inter-

bancario estadounidense. En esta misma línea y fijada por la Asociación de Banqueros Británicos, la LIBOR refleja el riesgo que perciben las instituciones financieras en Londres, y es una tasa muy utilizada por los inversores en el mercado global. Por otro lado, la US Prime (también establecida por la FED) resulta de una operación matemática de las tasas ofrecidas por una selección de las principales instituciones financieras norteamericanas. Por último, la tasa interna de retorno de los bonos del tesoro de Estados Unidos, refleja el retorno de inversiones libres de riesgo, por lo que resulta como una referencia muy importante para el costo del financiamiento externo en economías emergentes (también es utilizada para el cálculo del riesgo país en dichos mercados).



FACTORES DE VOLATILIDAD POLÍTICA MONETARIA

Ante los objetivos propuestos en la economía de un país, como expansión o ahorro, así como en períodos pre o post crisis, la injerencia estatal, utilizando como herramienta la política monetaria, es una de las principales vías por las que se mueven, voluntariamente, las tasas de interés. Así, niveles bajos en las tasas de interés in-

¹ "El funcionamiento de las tasas de interés internacionales y las tasas domésticas", Banco Central de Reserva, Juan Antonio Osorio, 2008.

centivan la expansión y el consumo, mientras que tendencias alcistas en las tasas de interés suelen contraer la economía e incentivar el ahorro. Es importante mencionar, que en economías que adoptan completamente una moneda extranjera (dolarizados) son incapaces de utilizar la política monetaria como herramienta de control, por lo que movimientos en sus tasas de interés internas son influenciadas, en su mayoría, por factores externos.

POLÍTICA FISCAL

De acuerdo con el BCR², este factor está relacionado con la oferta de crédito, ya que cuando los gobiernos tienen la necesidad de financiar su déficit, la tasa de interés suele elevarse para compensar la demanda y evitar procesos inflacionarios. El Estado utiliza la política fiscal con el fin de recaudar los fondos necesarios para controlar las variables económicas y sociales de un país a través del gasto e inversión pública.

En naciones fuertes, el Gobierno influye directamente en las tasas de interés, y ejecuta estrategias monetarias para estimular la oferta y demanda del dinero, para todas las partes interesadas de la economía. Los gastos de inversión y el exceso del gasto sobre los ingresos de los gobiernos, juegan un rol muy importante en la volatilidad de las tasas de interés.

Por otro lado, en países dolarizados, esta condición determina un límite al presupuesto de gastos del estado, debido a la incapacidad de este de emitir moneda. En ese sentido, la política fiscal se convierte en el eje principal de equilibrio económico, donde la estabilidad dependerá de la recaudación tributaria o del endeudamiento público³.

FLUJOS DE CAPITAL

El movimiento de capitales es un factor que incide no solamente en las tasas de referencia internacional, sino también en el valor de monedas importantes como el dólar americano, y en el precio interno de los bienes. Específicamente, los factores económicos que inciden principalmente en los movimientos de capital son: la inversión extranjera directa, el precio de las importaciones y exportaciones, y el costo de oportunidad de los instrumentos financieros.

Es importante señalar, que los diversos tipos de riesgos a los que está expuesto el mercado y la economía global, son un factor inherente de las tasas de interés. Asimismo, la especulación también es determinante en la volatilidad de las tasas de interés².



CRISIS ECONÓMICAS⁴

En términos globales, las crisis representan cambios abruptos en las condiciones micro y macro económicas de un país. Actualmente, en una economía globalizada, las relaciones comerciales entre países, así como las fuentes de fondeo a las que pueden acceder los gobiernos y sistemas financieros, son aristas importantes en el desempeño económico. En ese contexto, variaciones abruptas en las condiciones económicas de mercados importantes, afectan de manera directa o indirecta al resto de mundo. Durante una crisis y en su desenlace, el Gobierno y las instituciones interesadas, tienen el desafío de hacerle frente y amortizar sus secuelas, lo que en la mayoría de casos resulta en movimientos de las tasas de interés, con el fin de reactivar la producción económica.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI²), los mercados y sistemas financieros deben ser regulados y supervisados por entes competentes que alerten de la toma de riesgos, para que estos puedan ser gestionados con anticipación. De la misma manera, se deben gestionar controles que sirvan para mitigar deficiencias presentes en algunos mercados de economías avanzadas y sistémicamente importantes, que repercuten en países en vías de desarrollo.

■ 2. "El funcionamiento de las tasas de interés internacionales y las tasas domésticas", Banco Central de Reserva, Juan Antonio Osorio, 2008.

■ 3. "El rol de la política fiscal en economías dolarizadas", Boletín Económico, Banco Central de Reserva, José Luis Hernández, 2005.

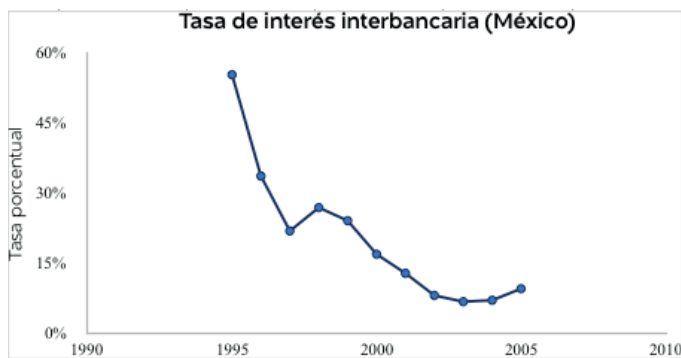
■ 4. "De la crisis a la recuperación económica mundial: Lecciones aprendidas y desafíos por enfrentar", Banco Central de Reserva de El Salvador, Ricardo Salazar, 2009.4.

CRISIS DEL PESO MEXICANO Y EL EFECTO TEQUILA

Algunos de los factores adversos que caracterizaron la crisis mexicana de los años 90 (1994), fueron las grandes salidas de capital, la escasez de créditos para muchos de los sectores productivos y las altas tasas de desempleo. En conjunto, dichos factores causaron problemas sociales y desconfianza (tanto en el gobierno como en el sistema financiero), se produjo un deterioro y ralentización de la actividad económica que progresivamente fue afectando al resto de América Latina. A causa de los efectos adversos descritos, las decisiones desacertadas del gobierno en turno, y principalmente la falta de reservas internacionales, la moneda local empezó a exhibir niveles significativos de devaluación.

En cuanto al sistema financiero, algunos problemas que enfrentaron los bancos, fueron los incrementos en el saldo de la cartera vencida, problemas de liquidez e insolvencia, entre otros.

Las principales acciones que paulatinamente condujeron a la recuperación económica de México, fueron los rescates internacionales (principalmente de Estados Unidos), controles en la política fiscal, el tipo de cambio y la reducción en las tasas de interés (Ver gráfico: Tasa de interés interbancaria). Esta serie de medidas, aunadas por el cambio en los niveles de las tasas locales, condujeron a una eventual recuperación, producto de la reactivación de los sectores productivos y la atracción de capitales.



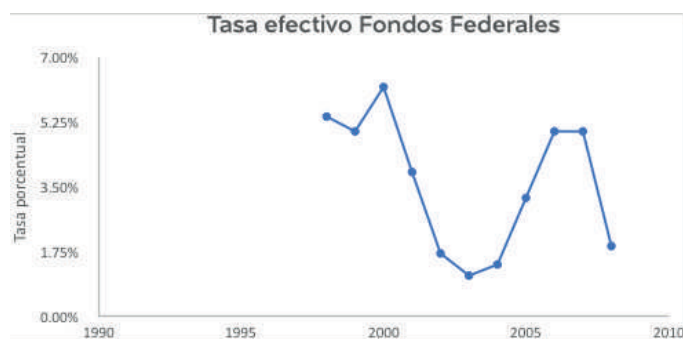
Fuente: Banco de México / Elaboración: Zumma Ratings

CRISIS DE LAS PUNTOCOM

Los principales factores que caracterizaron la crisis bursátil, a principios del presente siglo, fueron la fuga de capitales de inversión, el colapso del sistema financiero y significativos escándalos contables en empresas importantes puntocom y tecnológicas. Lo anterior ocasionó

la caída abrupta de un sector que estaba tomando un papel protagónico y contagió a otros sectores económicos, el de telecomunicaciones, por ejemplo, a favor de la especulación.

Posterior a la crisis, otros sectores productivos de la economía se vieron beneficiados, ya que los capitales de inversión se trasladaron a diversos sectores, principalmente el inmobiliario. Dicho comportamiento estuvo determinado por la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de rebajar constantemente las tasas de interés (Ver gráfico: Tasa efectiva Fondos Federales), con el objetivo de reactivar la economía a través del consumo y la producción.



Fuente: Reserva Federal / Elaboración: Zumma Ratings.

■ LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL (2008)

Tras la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de reducir las tasas de interés, para beneficio del sector construcción, el auge en el precio de las viviendas y el fácil acceso al crédito, dio paso al otorgamiento de préstamos hipotecarios de alto riesgo. Unos años después, la tendencia a la baja en las tasas se revirtió, con el objetivo de controlar procesos inflacionarios, causando una caída en el precio de las viviendas y aumentos en la morosidad de este sector. Dicho proceso conllevó a subsecuentes embargos que provocaron la quiebra de muchas empresas inmobiliarias. En agosto de 2007, importantes instituciones financieras a nivel mundial, comenzaron a exhibir importantes problemas de liquidez y solvencia, cuyas carteras de crédito estaban compuestas en gran medida por hipotecas riesgosas (sub-prime) en Estados Unidos.

Lo descrito anteriormente provocó una crisis financiera internacional, ya que bancos mundiales de inversión deterioraron el valor de sus patrimonios y/o quebraron. Como respuesta a este efecto dominó, la entidad mo-

netaria (FED) redujo las tasas de interés para reactivar la economía estadounidense y facilitar el otorgamiento de créditos al público.

De acuerdo con el FMI⁵, la intervención estatal de los países desarrollados comenzó en el sistema financiero, para luego aplicar estímulos fiscales que amortizaran los impactos de la crisis.

Con base a lo descrito anteriormente, uno de los factores detonantes de la crisis financiera mundial, causando el deterioro de las carteras de crédito y liquidez de instituciones financieras internacionales a causa de los préstamos subprime, fue el incremento de las tasas por parte de la Fed.

Si bien es cierto, subsecuentemente, la Reserva Federal redujo las tasas de interés, en su objetivo de dinamizar la economía, ofreciendo programas de rescate para estabilizar la estructura de balance de instituciones financieras estadounidenses, dicha política monetaria no fue suficiente para satisfacer las necesidades de fondeo a nivel mundial. Adicionalmente, la FED acudió a un mecanismo indirecto de fondeo, el cuál resultaría en un intercambio temporal de monedas entre bancos centrales, que aliviaría los riesgos de descalce y costo a nivel mundial⁶.

Por otro lado, en el mercado interbancario londinense, las tasas libor experimentó constantes alzas durante la crisis, debido principalmente al rendimiento de la deuda del sector financiero y la mayor demanda mundial de fondos en dólares americanos. La posterior inyección de liquidez a los bancos centrales, así como el gradual alivio mundial posterior a la crisis, determinó reducciones paulatinas de la tasa en mención⁷.

Al analizar tanto los eventos que preceden a las crisis económicas, como sus secuelas, los sistemas financieros locales deben establecer mecanismos de control y prevención sobre cambios en las tasas de interés, riesgo de liquidez y de mercado, y mantener una robusta solvencia patrimonial; lo anterior con el fin de conservar la estabilidad en situaciones de cambios abruptos en el mercado mundial o local.



COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL SALVADOR⁵

De acuerdo con el BCR⁵, las tasas de interés internacionales que más influyen en el costo del dinero en el país son la Libor y Fondos Federales, aunque su volatilidad es solo uno de los factores que propician los movimientos de las tasas internas. Adicionalmente, factores como los flujos de capitales, necesidad o abundancia de liquidez y el financiamiento interno, influyen en movimientos de las tasas locales.

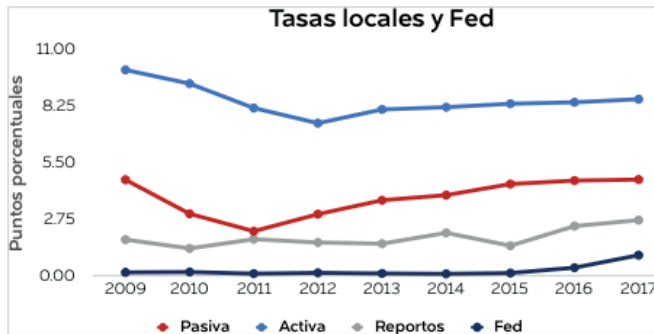
A manera de ejemplo, con la entrada en vigencia de la Ley de Integración Monetaria en el año 2001, se eliminó el riesgo de devaluación de la moneda (uno de los factores que impactan la volatilidad de las tasas), lo que supuso una tendencia a la baja en el costo del dinero localmente.

De acuerdo al BCR⁵, al observar las recientes tendencias en la evolución de las tasas de interés locales, éstas exhiben una demora gradual para ajustarse a los comportamientos de las tasas de referencia internacional. Así, el BCR señala lapsos de al menos seis meses, que resulta de un efecto combinado de los movimientos internacionales de las tasas, y los factores que inciden en la economía y el sistema financiero local (Ver gráfico: *Tasas locales y Fed*).

⁵ "El funcionamiento de las tasas de interés internacionales y las tasas domésticas", Banco Central de Reserva, Juan Antonio Osorio, 2008.

⁶ "The Forgotten History of the Financial Crisis", Foreign Affairs, Adam Tooze, 2018.

⁷ "La crisis financiera internacional", 79º informe anual del Banco de Pagos Internacionales, 2009.



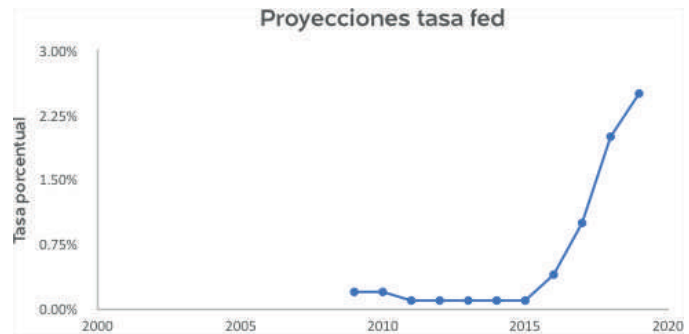
Fuente: Banco Central de Reserva y Reserva Federal / Elaboración: Zumma Ratings.

En línea con lo anterior, posterior a la crisis económica mundial en 2008, algunos efectos que comenzaron a presentarse en el mercado local fueron la debilitación en la demanda del crédito, disminuciones en las captaciones del público y alzas en tasas de interés. De esta manera, los análisis de crédito y riesgo, así como directrices en relación al otorgamiento de créditos por parte de las casas matriz de entidades financieras importantes, significó tasas negativas de crecimiento del crédito a inicios de 2009.



PERSPECTIVAS Y EFECTOS EN LA REGIÓN CENTROAMERICANA

Es a partir del cierre del año 2016, que las tasas denominadas Fondos Federales de Estados Unidos empezaron a exhibir alzas pronunciadas, inicialmente en el nivel de 0.50% hasta alcanzar un 2.0% a junio 2018. Se proyecta que esta tendencia se mantenga hacia el cierre de 2018 y 2019 (Ver gráfico: Proyecciones tasa fondos federales), en conjunto con tasas de crecimiento económico a nivel mundial aproximadamente del 3.0%.



Fuente: Reuters / Elaboración: Zumma Ratings.

Unos de los principales efectos potenciales en las economías centroamericanas del incremento en las tasas de referencia mundial, es el encarecimiento del comercio, impactando directamente el producto interno bruto de los países de la región.

Adicionalmente, otro riesgo a tomar en cuenta es el posible estancamiento del consumo, un efecto recesivo a causa de un mayor costo del dinero, afectando una variable muy importante del crecimiento económico.

Al aumentar las tasas de interés internacional, como se ha evidenciado históricamente en los comportamientos de las tasas locales, en conjunto con el actual clima de incertidumbre política y económica en algunos países de la región, se podrían esperar efectos como los descritos anteriormente, derivados directamente del aumento en el costo del crédito en general.



ZUMMARATINGS

Clasificadora de Riesgo

OFICINAS DE ZUMMA RATINGS

El Salvador

Edificio Gran Plaza, Oficina 304,
Blvd Sergio Vieira de Mello,
Col. San Benito, San Salvador.
Tel (503) 2275-4853 / 2275-4854
www.zummaratings.com

Honduras

Col. Florencia Norte. 3ra Avenida. No 4021,
Tegucigalpa, Honduras.
Tel.: (504) 2262-6778 / (504) 9970-6244
www.zummaratings.com

Guatemala

7a Avenida "A" 3-20 Zona 9, Ciudad
de Guatemala.
Tel.: (502) 5725-7963
www.zummaratings.com

CONTACTOS

Hugo López Geoffroy
Analista
hlopez@zummaratings.com

Carmen Matamoros
Directora Regional de Análisis
cmatamoros@zummaratings.com