



Junio 1, 2009

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Franz Hamann
Vicepresidente Económico
+57 1 3266634
fhamann@asobancaria.com

Las respuestas de la política monetaria en la crisis financiera

Resumen. La severidad de la recesión en las economías industrializadas, la contracción del crédito, la parálisis de sus mercados y la desestabilización de sus sistemas financieros exigieron una respuesta sin precedentes de su política monetaria, tanto por la variedad de los mecanismos utilizados como por la magnitud del estímulo. El agotamiento de los instrumentos más tradicionales, sobre todo de la tasa de interés, que descendió al mínimo, forzó a sus bancos centrales a desplegar sus balances, mediante cuantiosas compras de una gran diversidad de activos.

En Colombia, en contraste, el tamaño manejable de los desbalances macroeconómicos, el menor apalancamiento en moneda extranjera, el endeudamiento mas bajo de los agentes, la fortaleza de sus posiciones financieras, la flotación cambiaria, el mayor saldo de activos externos y la solidez de los intermediarios, en conjunto, amortiguaron el impacto del choque externo y las consecuencias de la crisis. Gracias a la estabilidad financiera, el canal del crédito sigue transmitiendo la política monetaria a unos intermediarios robustos y a las firmas y los hogares, que están en mejores condiciones que en anteriores coyunturas internacionales adversas. En consecuencia, primero, ha podido implementarse un relajamiento agresivo de la postura monetaria. Y segundo, este cambio se ha realizado con base en los instrumentos más tradicionales –tasa de interés, encajes y OMAs-. La estabilidad financiera ha evitado, además, el recurso a los apoyos transitorios de liquidez para los intermediarios del sistema.

No obstante, como hay incertidumbre sobre la duración de la crisis global y existe el riesgo de un desapalancamiento internacional prolongado, resulta conveniente que el Banco de la República pueda realizar las OMAs utilizando papeles diferentes de la deuda pública interna –TES-. También es deseable que esté capacidad de conceder apoyos transitorios de liquidez a intermediarios adicionales a los establecimientos de crédito, en la medida en que ganen protagonismo en nuestros mercados. Con ello el emisor gana libertad y flexibilidad para implementar la política monetaria y cumplir las funciones de prestamista de última instancia.

Calendario de Eventos

Fecha	Evento	Ciudad	Lugar	Tarifa*
Jun 24	Foro de Vivienda	Bogotá	Hotel Cosmos 100	\$ 700.000
Ago 13-14	IX Congreso Panamericano de Riesgos de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo	Cartagena	Hotel Las Américas	\$1.450.000
Ago 20-21	I Congreso Latinoamericano de Acceso a Servicios Financieros	Cartagena	Hotel Hilton	\$1.450.000
Sep 10-11	XII Congreso de Tesorería	Cartagena	Hotel Hilton	\$1.600.000
Oct 1	III Congreso de Prevención del Fraude y Seguridad	Bogotá	Club El Nogal	\$ 700.000
Oct 22-23	VIII Congreso de Derecho Financiero	Cartagena	Hotel Hilton	\$1.450.000
Nov 19-20	VII Congreso de Riesgo Financiero	Cartagena	Hotel Hilton	\$1.450.000

*No incluye IVA. Mayor información en eventos@asobancaria.com

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a avesga@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

La respuesta de la política monetaria en la crisis financiera

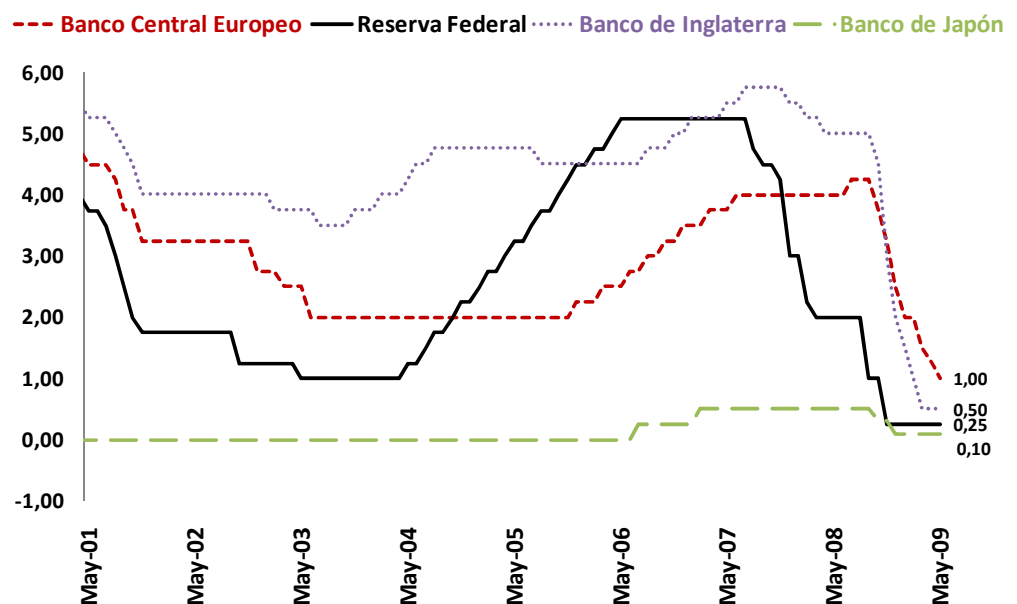
Franz Hamann
57 1 3266634

Miguel Medellín
57 1 3266643

Como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria y del abrupto final del auge crediticio en las economías industrializadas, algunas de sus mayores instituciones financieras se descapitalizaron por las pérdidas y la desvalorización de sus activos. Además, sus balances quedaron atestados de activos complejos e ilíquidos de valor incierto. El mayor riesgo prevaleciente en estas circunstancias y la preferencia por seguridad estrecharon los mercados financieros, congelaron el crédito y desvalorizaron pronunciadamente sus activos. La destrucción de riqueza, la falta de crédito y la incertidumbre paralizaron la demanda, generando agudas caídas en la producción e incrementos en el desempleo. El debilitamiento de la actividad y el empleo, a su vez, reforzó la aversión al riesgo en los mercados financieros. De esta manera, las economías avanzadas entraron en un espiral recesivo.

La política monetaria en las economías mas afectadas enfrentó este espiral, primero, mediante agresivos e inclusive coordinados recortes en las tasas interés de referencia de los bancos centrales. En algunos casos, estos recortes llevaron la tasa a cerca de cero y, en otros, la aproximan a éste límite cada vez más (Gráfico 1). El agotamiento de este instrumento obligó a los bancos, en segundo lugar, a recurrir a la provisión de liquidez mediante mecanismos no convencionales, con nuevas modalidades de incremento de sus activos. Para estos propósitos, han utilizando papeles diferentes de los títulos de deuda pública en sus operaciones de mercado abierto (OMAs) y en el otorgamiento de crédito colateralizado a las instituciones bancarias y otros agentes “clave” de los mercados financieros.

Gráfico 1: Tasa de interés de los bancos centrales en las economías grandes (%)



Fuente: Bloomberg - Bancos centrales de cada país

En esta Semana Económica describimos y comparamos la respuesta de la política monetaria en las economías industrializadas más afectadas y en Colombia. En el análisis nos concentramos en las medidas estrictamente monetarias, sin considerar las de estímulo fiscal ni las del rescate de las instituciones financieras implementadas por las autoridades en los países desarrollados.

La respuesta de la Reserva Federal en los Estados Unidos

La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) respondió inicialmente a la crisis utilizando como instrumento sus tasas de interés. Posteriormente, cuando esta herramienta se agotó, tuvo que recurrir a la expansión de su balance mediante la adquisición de una gran variedad de activos.

Los recortes de tasas de interés

En primer lugar, la Fed estrechó el margen entre su tasa de descuento y la meta para la tasa sobre los fondos federales, de 100 pb a 25 pb. En segundo lugar, llevó a cabo recortes sucesivos de esta última tasa, que la redujeron de 5,25% en agosto de 2007 a entre 0% y 0,25% en diciembre de 2008, donde se encuentra actualmente. Y en tercer lugar, comunicó con claridad que la meta permanecería así durante un período prolongado, para ejercer una presión a la baja sobre las expectativas y las tasas a mayores plazos.

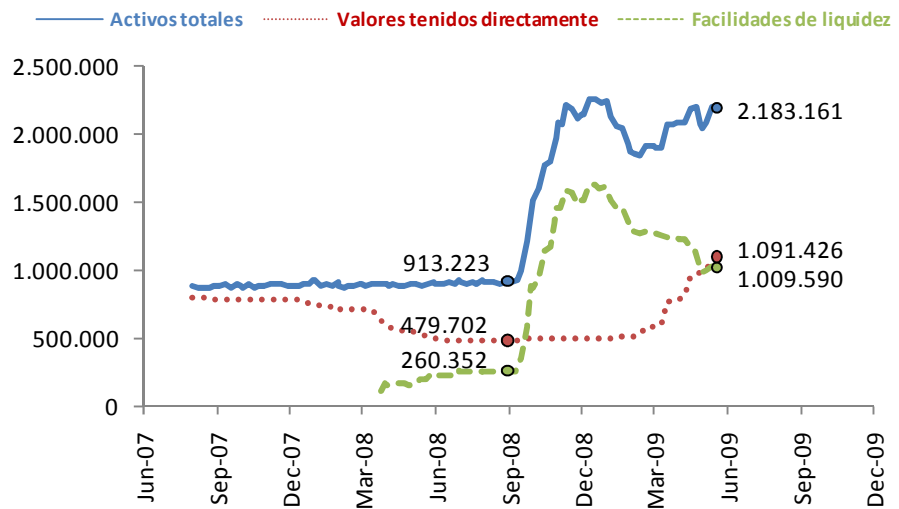
Si bien algunas tasas de interés de corto plazo respondieron al recorte, el incremento en el riesgo, estándares de otorgamiento de préstamos mucho más exigentes y fallas en los mercados de crédito evitaron, en conjunto, un efecto más contundente del relajamiento de la postura monetaria sobre los mercados financieros. La liquidez siguió desapareciendo, el crédito endureciéndose y las empresas y las familias careciendo de fuentes de financiación (Bernanke 2009a)¹.

El despliegue del balance

En estas condiciones, la Fed tuvo que usar otros instrumentos para prolongar el relajamiento de la política, apoyar el funcionamiento de los mercados financieros, ejercer presión a la baja sobre las tasas de interés comerciales, tratar de ablandar el crédito y proveer liquidez al sector privado. Hasta entonces había realizado sus OMA's casi exclusivamente con títulos de deuda pública, durante décadas (Bernanke 2009b).

La magnitud de la crisis y la parálisis de los mercados financieros condujeron a la Fed a desplegar de una manera osada y nada convencional su balance, mediante la adquisición de una gran variedad de activos. En consecuencia, por una parte cambió el tamaño total de éstos, que se dobló desde agosto del año pasado. Y por otra parte, se modificó además su composición, en la cual se incrementó desmesuradamente la participación de las facilidades de liquidez en lo más álgido de la crisis, en el cuarto trimestre de ese año, para ceder paulatinamente frente a los demás activos en el segundo trimestre de este año (Gráfico 2).

¹ Una actividad crediticia que resultó particularmente afectada fue la titularización (*securitization*) de hipotecas, créditos para adquisición de vehículos, crédito otorgados a través de tarjetas y préstamos estudiantiles.

Gráfico 2: Activos de la Reserva Federal (USD billones)²

Fuente: US Federal Reserve.

La adquisición de activos

Los activos adquiridos para expandir el balance pueden clasificarse en tres modalidades. Primero, aquellos utilizados para **proveer liquidez de corto plazo** -no mayor de 90 días-, atendiendo su papel tradicional de prestamista de última instancia, a instituciones de depósitos, fondos mutuos, intermediarios, corredores e inclusive bancos centrales extranjeros. Segundo, los activos adquiridos para **ablandar mercados crediticios clave**. Y tercero, los **papeles de largo plazo de muy alta calidad** (Bernanke 2009 a y b).

Adquisición de activos para provisión de liquidez de corto plazo

Para facilitar a los intermediarios adquirir liquidez anónimamente, sin enfrentar el riesgo de resultar estigmatizados³, la Fed estableció **subastas de liquidez a término** – TAF⁴-, que les permiten conservar el anonimato.

² Los servicios de liquidez incluyen las subastas de crédito a término; el crédito primario, el secundario y el estacional; y las facilidades crediticias para los intermediarios primarios, para los activos respaldados por papel comercial en el mercado monetario de fondos mutuos, para los activos respaldados por valores y para fondeo del papel comercial; los principales pendientes de los créditos a AIG y Maiden Lane; y finalmente, los swaps de monedas con otros bancos centrales.

³ Una eventual estigmatización por el resto de instituciones financieras pueden inhibir al intermediario para solicitar crédito utilizando la ventanilla de descuento, por temor a generar la impresión en el mercado de haber incurrido en excesiva debilidad financiera.

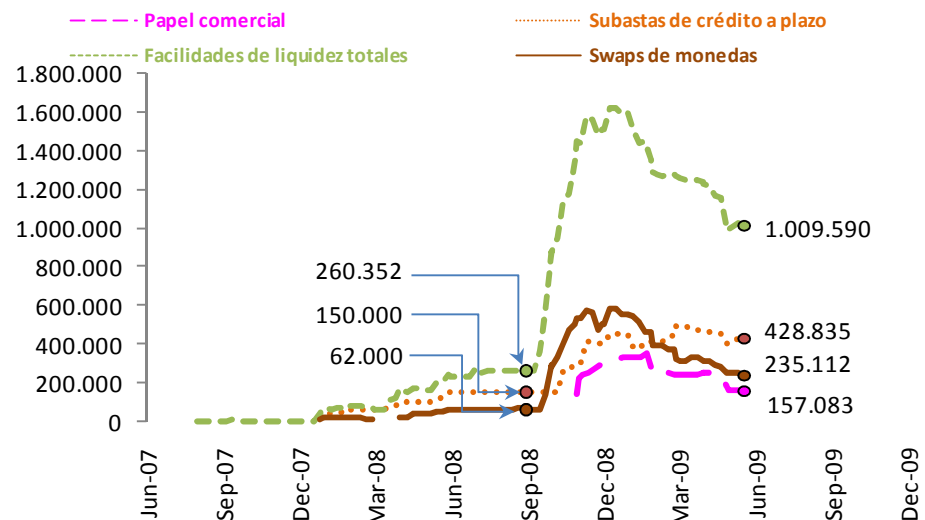
⁴ Son las siglas de la *Term Auction Facility*.

Con el propósito de irrigar liquidez en USD a los intermediarios extranjeros, la Fed introdujo **swaps de moneda extranjera** –a un plazo máximo de 90 días- con otros 14 bancos centrales alrededor del mundo. En este esquema, los otros 14 bancos se convierten en deudores de la Fed y les corresponde, a su vez, atender las necesidades de liquidez en USD de los intermediarios en sus correspondientes países. A través de este mecanismo, la Fed obtiene como garantía por los créditos una suma equivalente en divisas extranjeras.

Además, la Fed puede otorgar préstamos colateralizados a un día a través del **servicio crediticio para los intermediarios primarios** –PDCF⁵-, que son bancos sujetos a supervisión o comisionistas registrados en la Comisión de Valores (SEC). Bajo esta modalidad, el monto del colateral es mayor que el del crédito concedido.

A estos mismos bancos y comisionistas la Fed puede transferirles títulos de deuda pública mediante el **mecanismo de prestarles valores a término** –TSLF⁶-, durante un mes, recibiendo como colateral papeles con grado de inversión. Usando este servicio, los intermediarios reciben títulos de deuda pública más líquidos que los papeles que entregan como garantía, pudiendo obtener con base en ellos los fondos deseados en el mercado.

Gráfico 3: Mecanismos de provisión de liquidez de la Fed (USD billones)



Fuente: US Federal Reserve.

Dentro de la provisión de liquidez, la demanda de swaps de moneda extranjera por otros bancos centrales fue muy intensa durante el último trimestre del año pasado y el primero de este, cuando la aversión al riesgo, el refugio en activos seguros y el estrechamiento del acceso a los mercados financieros internacionales apreciaron pronunciadamente el USD frente al resto de divisas alrededor del mundo (Gráfico 3).

⁵ Son las siglas de la *Primary Dealers Credit Facility*.

⁶ Iniciales de la *Term Securities Lending Facility*.

Recientemente, la demanda por liquidez otorgada a través de las subastas de crédito de corto plazo ha ganado importancia frente a los swaps con divisas.

La provisión de abundante liquidez asegura que las instituciones puedan atender las demandas de efectivo en el caso de una pérdida de confianza de sus depositantes o inversionistas, sin necesidad de liquidar masivamente sus activos. No obstante, a pesar de que la Fed irrigió caudalosamente liquidez hacia el sistema financiero, una creciente preocupación del mercado y los agentes sobre la magnitud del capital y la calidad de los activos de las instituciones, junto con una mayor aversión al riesgo impedían el ablandamiento del crédito en mercados clave no bancarios, como los de papel comercial y valores respaldados por activos.

Adquisición de activos para ablandar mercados crediticios clave

Con el propósito de reactivar estos mercados, la Fed estableció **mecanismos para comprar papel comercial**⁷ a tres meses muy bien calificado –CPFF⁸- y **valores de calificación AAA respaldados por activos** –TALF⁹-, directamente a los prestatarios e inversionistas participantes en estos mercados. Mientras que el primer mecanismo mitiga el riesgo de refinanciación de las obligaciones de corto plazo para las empresas, el segundo busca restablecer los mercados para titularización de los créditos¹⁰. Ambos servicios deberían contribuir a estimular el deseo de los prestamistas de conceder crédito y liberar recursos para hacerlo en los correspondientes mercados, a tasas de interés más bajas. Estas dos facilidades constituyen modalidades poco convencionales de irrigación de liquidez para un banco central, pero fueron justificadas, primero, por la innovación financiera reciente y, luego, por el endurecimiento excepcional de los mercados de crédito (Bernanke 2009 b).

Adquisición de activos de largo plazo de muy alta calidad

Estos activos están constituidos por **bonos de deuda pública de largo plazo, deuda de agencias estatales**¹¹ y **papeles respaldados por hipotecas garantizadas por estas agencias**. El principal propósito de adquirirlos es reducir las tasas de interés de largo plazo e incrementar la disponibilidad de recursos para crédito, sobre todo en este horizonte. Los mayores recursos y las menores tasas, particularmente en el segmento hipotecario, deben contribuir a mejorar las condiciones en el mercado de vivienda.

Aunque la tenencia de papeles de largo plazo entraña algún riesgo de tasa de interés, en la medida en que se financia con pasivos de corto plazo, éste se mitiga por el empinamiento de la curva de rendimiento (Bernanke 2009 b), es decir, por su mayor retribución.

⁷ El papel comercial es un instrumento de crédito de corto plazo para financiar los inventarios y la nómina de las empresas en los Estados Unidos.

⁸ Siglas de la *Commercial Paper Funding Facility*.

⁹ Corresponde a las iniciales de la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*.

¹⁰ Particularmente, los créditos para adquisición de automóviles, los concedidos mediante tarjetas, los estudiantiles y los garantizados por la Administración de Pequeños Negocios.

¹¹ Estas agencias estatales son Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.

En todos estos casos, desde el punto de vista de la Fed, la adquisición de activos se ha realizado minimizando los riesgos crediticios y evitando asignar discrecionalmente el crédito a sectores específicos. Al mismo tiempo, según su opinión, el apoyo a los mercados financieros, tratando de restablecer el normal flujo del crédito, se ha otorgado sin comprometer la independencia en el manejo de la política monetaria (Bernanke 2009 b).

La respuesta del Banco de Inglaterra

Siguiendo a grandes rasgos el patrón de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de Inglaterra (BoE), luego de un agresivo recorte de 525 pb en su tasa de interés de referencia desde diciembre de 2007, en la medida que ésta se aproximaba a cero (0,5% actualmente), en marzo de 2009 decidió inyectar directamente liquidez a la economía, para intentar encausar la inflación nuevamente hacia su meta (2% anual al consumidor). Como la tasa de interés pierde efectividad en el margen cuando se acerca a cero, la autoridad monetaria británica optó por utilizar la cantidad de dinero como instrumento adicional, recargando ahora el énfasis de la política en ella.

De esta manera, en lugar de estimular la demanda de medios de pago reduciendo su costo de oportunidad, como antes, el BoE se ve obligado ahora a incrementar directamente la oferta monetaria para tratar de generar mayor gasto doméstico. Para hacerlo recurre a la compra de activos, en este caso bonos de deuda pública en el mercado secundario e instrumentos privados de la más alta calidad, incluyendo papel comercial y bonos corporativos. La entidad encargada de comprar los activos es un fondo administrador del servicio, que funciona como una subsidiaria del BoE.

La compra de activos, además de incrementar la liquidez, tiene las ventajas de aumentar la demanda por instrumentos financieros, sostener sus precios, estimular su compraventa, facilitar la financiación de los intermediarios recurriendo a los mercados y generar mayor confianza entre ellos.

El Comité de Política Monetaria del BoE fija mensualmente ahora, además de su tasa de interés de referencia, el monto de compra de activos que estima necesario para alcanzar la meta de inflación (BoE 2009).

La respuesta del Banco Central Europeo

De manera similar a la Fed y el BoE, el Banco Central Europeo (BCE) recurrió primero al instrumento utilizado por excelencia en los regímenes de política monetaria de meta inflacionaria: la tasa de interés. En consecuencia, ha recortado su tasa de interés de referencia -la de las principales operaciones de refinanciación- en 325 pb desde octubre de 2008, dejándola en 1% en el Consejo de Gobernadores del 7 de mayo pasado.

No obstante, en la medida en que se agota este instrumento por la proximidad a cero, sin haber logrado del todo estabilizar sus mercados financieros ni restablecer el normal flujo del crédito -sobre todo a mediano y largo plazo-, después de un debate entre los gobernadores de Francia y Alemania, el BCE tuvo que recurrir también a otras medidas no convencionales, para brindar “apoyos crediticios mejorados”.

En primer lugar, el BCE optó por proveer liquidez mediante operaciones de refinanciación primero a seis meses y ahora a un año. Y en segundo lugar, finalmente se decidió el mes pasado a comprar bonos cubiertos¹² denominados en EUR y emitidos en la Eurozona, sin negar la posibilidad de adquirir otro tipo de instrumentos si fuera necesario en el inmediato futuro. La manera como operará este mecanismo será definida en junio.

A semejanza de los mecanismos utilizados por los anteriores bancos centrales, las modalidades de provisión de “apoyos crediticios mejorados” anunciadas recientemente por el BCE, tienen la ventaja satisfacer la demanda individual de las instituciones que requieran liquidez, evitando la asignación discrecional del crédito.

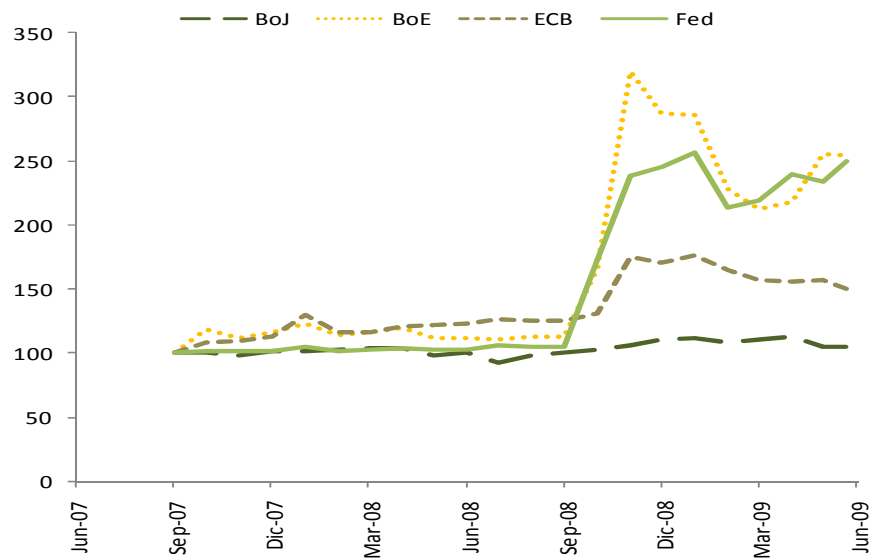
La respuesta del Banco de Japón

Durante la llamada “década pérdida” de 1990, cuando Japón atravesó una prolongada recesión con forma de L, acompañada por una deflación, su Banco Central (BoJ), después de reducir al mínimo su tasa de interés, implementó una política de relajamiento cuantitativo puro, que implicó también una expansión de su balance, a similitud de la que ejecutan ahora los bancos centrales de otras economías desarrolladas. Sin embargo, a diferencia de ésta, la del BoJ fijaba entonces metas sobre la magnitud de las reservas bancarias, que son pasivos, mientras que en la puesta en boga por la Fed y recientemente por otros bancos centrales, la expansión del balance se hace con base en la adquisición de activos y, además, la magnitud del crédito otorgado al sector privado depende de sus necesidades (Bernanke 2009a).

Para enfrentar la actual crisis global, desde Febrero de 2007 el BoJ ha reducido su principal tasa de política monetaria 40 pb, dejándola en 0,1% en diciembre de 2008. Como este instrumento tiende nuevamente a agotarse, el BoJ, a semejanza de otros bancos centrales, a partir de febrero de 2009 se vio forzado a suministrar liquidez a la economía mediante la adquisición de activos, que actualmente incluyen títulos de deuda pública, bonos corporativos –con maduración menor a un año y calificación A o superior- y papel comercial.

En términos relativos, el mayor despliegue del balance comprando activos entre estos bancos centrales ha sido el llevado a cabo por el BoE y la Fed (Gráfico 4), cuyos mercados sufrieron probablemente las mayores parálisis y cuyos sistemas financieros tuvieron las desestabilizaciones más traumáticas.

¹² Los bonos cubiertos son corporativos, están respaldados por hipotecas o préstamos al sector público, comúnmente son emitidos por bancos y la mayoría de las veces tiene una calificación AAA. Son muy comunes en Alemania, España y Francia.

Gráfico 4: Índice de activos de bancos centrales (Agosto 2007 = 100)

Fuente: Bancos centrales de cada país

La respuesta del Banco de la República

En contraste con lo sucedido en las economías industrializadas, como en la coyuntura actual no ha ocurrido una crisis financiera en Colombia –ni, en general, en América Latina-, el BR ha enfrentado la contracción de la actividad económica, debida a la recesión mundial, con los instrumentos más convencionales de la política monetaria.

Afortunadamente la solidez y la solvencia del sistema financiero doméstico, salvaguardada por el acatamiento de prácticas muy ortodoxas de manejo de riesgo y de exigencia de altos estándares en la colocación de crédito, junto con el ejercicio de una política monetaria contra-cíclica y la adopción de medidas prudentes durante el auge, han evitado demandas extraordinarias de liquidez por parte de los intermediarios, de la naturaleza y dimensiones de las ocurridas en las economías industrializadas.

Cuando el crédito se contrajo en los países más desarrollados, el relajamiento de la postura monetaria implementado por el BR, junto con la buena situación del sistema financiero evitaron un endurecimiento severo del crédito doméstico en la economía colombiana. Gracias a esta virtuosa conjunción de factores, el canal del crédito opera normalmente y transmite las intenciones de la autoridad monetaria a los intermediarios, los hogares y las firmas.

La mayor demanda de liquidez durante el último trimestre del año pasado, originada en conjunto por la incertidumbre transmitida por el choque externo, el estrechamiento de los mercados internacionales de capital y el endurecimiento de líneas de crédito para financiar el comercio exterior, fue atendida con los instrumentos tradicionales: recortando la tasa de interés, reduciendo los encajes y ampliando los cupos y los plazos de las OMAS.

Desde diciembre del año pasado hasta el momento, el recorte de la tasa completa 500 pb, dejándola en 5% en la sesión de la Junta Directiva del viernes 29 de mayo. La Junta considera que la tasa en su magnitud actual es expansiva y que cualquier reducción adicional sería menor que las precedentes. De tal manera, la eficacia marginal de los recortes será cada vez menor.

En estas circunstancias, conviene preguntarse si el BR estaría en capacidad de desplegar su balance de la manera como se han visto forzados los bancos centrales de las economías industrializadas más afectadas por la recesión y la inestabilidad financiera.

A primera vista, la limitación de realizar las OMAs exclusivamente con títulos de deuda pública, establecida en el parágrafo del artículo 53 de la Ley 31 de 1992, constituye una limitación mayúscula para este propósito. El parágrafo, introducido probablemente con la sana intención de favorecer el desarrollo del mercado de deuda pública y de evitar asignaciones discrecionales de crédito de fomento, que desordenaban la implementación de la política monetaria, está demandado actualmente ante la Corte Constitucional. El argumento esgrimido para demandarlo es que restringe, indebida e inconvenientemente, la autonomía del emisor y de su Junta Directiva, consagradas en la Constitución y en la mencionada Ley, para ejecutar la política monetaria y escoger el tipo de papeles para realizar las OMAs.

Como el sistema financiero colombiano está adecuadamente capitalizado, no se halla excesivamente apalancado en moneda extranjera, sus descalses cambiarios no son prominentes, no tiene exposición a activos tóxicos, su cartera se encuentra holgadamente provisionada y es de buena calidad, los agentes mantienen su confianza en él. Por esta razón, ninguna institución ha recurrido a los mecanismos de apoyo transitorio de liquidez del BR, como ha ocurrido en algunos países industrializados.

Por el tamaño reducido de su economía y la importancia insignificante de sus mercados financieros en el contexto mundial, Colombia no fue incluida dentro del selecto grupo de países cuyos bancos centrales están en capacidad de obtener liquidez externa mediante swaps de monedas con la Fed. No obstante, en virtud de sus buenos fundamentales macroeconómicos y su ortodoxa política económica, nuestra economía ha mantenido un acceso relativamente favorable a los mercados internacionales aún en los momentos más álgidos de la crisis y cuenta, también, con un estimulante respaldo de los organismos multilaterales de crédito. Gracias a este conjunto de factores, al holgado saldo de reservas internacionales y al menor endeudamiento externo del Gobierno, los intermediarios, los hogares y las firmas, el BR ha podido permitir la flotación de la tasa de cambio, que facilita un ajuste menos traumático de la demanda, probablemente con menores costos en actividad y en empleo que en ocasiones anteriores.

Al tiempo con la flotación, el BR ha vendido un reducido monto de reservas internacionales (USD 341 millones netos desde octubre de 2008 hasta abril de 2009) para mantener una volatilidad tolerable en el mercado cambiario. De esta manera, la depreciación del tipo de cambio (23,9% anual al finalizar mayo de 2009) no ha perturbado el normal funcionamiento de este mercado, ni obstaculizado la tendencia decreciente de la inflación doméstica (5,7% anual en abril de 2009). Por el contrario, ha permitido suavizar el impacto del ajuste.

Finalmente, cuando se estrecharon los mercados financieros internacionales y aumentó la demanda por liquidez externa, el emisor suspendió desde octubre pasado el depósito al endeudamiento externo. De manera complementaria, el Gobierno eliminó el depósito sobre la inversión extranjera de portafolio, obtuvo crédito multilateral y emitió bonos de deuda externa. Recientemente, ambas instituciones aseguraron crédito contingente de una nueva línea flexible establecida por el Fondo Monetario Internacional.

Conclusiones

Los buenos fundamentales de la economía colombiana, en conjunción con la solidez de los intermediarios domésticos constituyen una diferencia fundamental que ha mitigado el impacto y consecuencias del choque debido a la crisis global, comparados con los correspondientes a episodios adversos anteriores en los mercados internacionales. En esta ocasión, el choque externo no ha perturbado de manera grave nuestra estabilidad financiera.

En consecuencia, la magnitud de la respuesta de la política monetaria y la variedad de los mecanismos e instrumentos utilizados por el BR en comparación con los bancos centrales de los países industrializados, pero sobre todo con la Fed, son considerablemente menores.

La satisfacción de las mayores demandas de liquidez del sistema financiero y el relajamiento de la postura monetaria se han acometido en Colombia, hasta el momento, mediante la utilización de los mecanismos e instrumentos más convencionales: tasa de interés, encajes y OMAs-. El BR no se ha visto obligado a recurrir a un despliegue del balance, a través de la compra de una gran variedad de activos, como ha sido el caso en las economías industrializadas más afectadas. Además, la estabilidad del sistema financiero doméstico ha evitado el recurso a los apoyos transitorios de liquidez disponibles en el emisor.

No obstante, dada la incertidumbre que persiste todavía sobre la profundidad y duración de la crisis internacional, cuyas consecuencias pueden conducir a recortes adicionales de la tasa de interés que disminuyen su eficacia marginal, quizá convenga que el BR pueda realizar OMAs con papeles diferentes de los de deuda pública. Por los mismos motivos, también puede resultar deseable que el emisor esté en capacidad de dar acceso a las facilidades transitorias de liquidez a otros intermediarios adicionales a los establecimientos de crédito. En ambos casos, nuestra autoridad monetaria ganaría una mayor flexibilidad para la implementación de la política monetaria y el cumplimiento de sus funciones de prestamista de última instancia.

Referencias bibliográficas

Bernanke, Ben S. 2009a. The Crisis and the Policy Response, Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England.

Bernanke, Ben S. 2009b. The Federal Reserve's Balance Sheet, Speech at the Federal Reserve Bank of Richmond Credit Markets Symposium, Charlotte, North Carolina.

Bank of England. 2009. Monetary Policy and Asset Purchases, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/assetpurchases.htm>

ECB. 2008. The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area.

Trichet, Jean Claude – Papademos, Lucas. Introductory Statement to the Press Conference, 7th May 2007.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007		2008		2008					2009					2010	
	2007	2008	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	Prov.	Prov.	2010	2010		
PIB Nominal (USD mM)	208.0	239.6	61.1	64.5	61.7	53.8	239.6	44.2	49.5	50.1	50.0	196.0	192.8			
PIB Nominal (COP MM)	432	477	114	117	121	124	477	111	115	120	124	470	501			
PIB per cápita (USD)	4755	5423	1394	1466	1400	1218	5423	997	1115	1124	1120	4391	4277			
Tasa de Desempleo (%)	10.9	11.0	11.1	11.2	11.0	10.6	11.0	12.0	15.2	15.0	14.0	14.0	...			
Población (millones)	43.8	44.2	43.9	44.0	44.1	44.2	44.2	44.3	44.4	44.5	44.6	44.6	45.1			
Crecimiento Real																
PIB real (% Var. Interanual)	7.5	2.5	4.1	3.9	2.9	-0.7	2.5	-2.8	-2.1	-1.3	0.1	-1.5	2.5			
PIB real (% Var. Trimestral anualizada)	...	...	-2.9	3.3	1.2	-4.1	...	-10.9	6.4	4.2	1.6	...	...	
Demanda interna (% Var. Interanual)	8.5	3.6	4.7	4.2	4.1	1.0	3.6	-2.9	-2.2	-1.6	-0.3	-1.8	1.5			
Inversión bruta (% Var. Interanual)	13.7	7.7	8.1	9.9	13.1	0.0	7.7	-6.8	-6.2	-5.6	-2.1	-5.2	7.7			
Consumo final (% Var. Interanual)	6.9	2.3	3.6	2.5	1.4	1.3	2.3	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	-0.6	3.2			
Privado (% Var. Interanual)	7.6	2.5	4.2	2.8	1.5	1.7	2.5	-1.8	-1.0	-0.6	0.1	-0.8	3.6			
Público (% Var. Interanual)	4.5	1.3	1.4	2.9	1.2	-0.1	1.3	-1.0	-0.7	0.6	0.9	0.0	1.9			
Exportaciones (% Var. Interanual)	11.3	8.3	14.5	9.0	3.4	6.3	8.3	-4.8	-3.4	-1.6	0.6	-2.3	4.2			
Importaciones (% Var. Interanual)	13.9	10.2	12.9	9.4	8.1	10.3	10.2	-4.5	-3.6	-2.7	-0.9	-2.9	10.1			
Precios																
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	5.9	7.2	7.6	7.7	7.7	6.1	5.1	4.8	4.4	4.4	4.2			
Inflación básica (% Var. Interanual)	4.4	5.1	4.7	4.9	5.2	5.1	5.1	4.9	4.4	4.4	4.2	4.2	3.9			
Inflación (IPC, % Var. trimestral)	...	...	3.4	2.5	0.5	1.1	...	1.9	1.5	0.2	0.7	...	...	
Salarios nominales (% Var. Interanual)	5.7	7.3	6.0	6.3	6.1	3.1	7.3	-6.5	11.5	9.0	6.0	5.3	5.0			
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2015	2244	1822	1923	2175	2244	2244	2561	2341	2417	2550	2550	2650			
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.0	11.4	-16.8	-1.9	8.0	11.4	11.4	40.6	21.7	11.2	13.7	13.7	3.9			
Tipo de cambio real (Var. % interanual)	-11.4	8.0	-18.4	-3.9	5.8	8.0	8.0	35.2	17.3	7.3	10.0	10.3	1.2			
Sector Monetario																
Base monetaria (% Var. Interanual)	19.9	12.9	7.5	9.4	20.3	14.3	12.9	5.2	5.5	3.5	4.5	6.0	6.8			
M3 (% Var. Interanual)	17.8	15.5	12.6	14.1	16.2	19.1	15.5	8.2	8.5	6.5	7.5	12.0	12.8			
Tasa Banco Central (REPO, fin de per.)	9.5	9.5	9.75	9.75	10.00	9.50	9.5	7.00	7.00	7.00	7.00	7.0	7.0			
Tasa de corto plazo (fin de periodo)	9.01	10.33	9.53	9.92	10.05	10.33	10.3	8.13	7.25	7.25	7.25	7.3	8.0			
Tasa de largo plazo (fin de periodo)	10.3	12.5	11.60	12.50	12.01	12.50	12.5	12.00	11.50	11.00	11.00	10.3	10.5			
Sector Externo																
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.0	-1.9	-2.7	-4.9	-2.8	-2.7	-3.5	-3.2	-3.3	-4.1	-2.6			
Cuenta corriente (USD mM)	-5.8	-6.8	-1.2	-1.2	-1.7	-2.7	-6.8	-1.2	-1.8	-1.6	-1.7	-8.1	-5.0			
Balanza comercial (USD mM)	-0.6	1.0	0.4	1.1	0.3	-0.9	1.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	0.2			
Exportaciones F.O.B. (USD mM)	30.6	37.4	8.8	10.6	10.4	8.7	37.4	9.2	9.2	9.2	9.2	36.9	39.0			
Exportaciones tradicionales	14.2	19.9	4.6	5.9	5.7	3.8	19.9	4.7	4.7	4.7	4.7	18.8	19.9			
Exportaciones no tradicionales	16.4	17.5	4.2	4.8	4.7	4.9	17.5	4.5	4.5	4.5	4.5	18.1	19.1			
Importaciones C.I.F. (USD mM)	31.2	37.5	8.4	9.5	10.1	9.5	37.5	9.3	9.3	9.3	9.3	37.3	38.8			
Servicios (neto)	-2.6	-2.8	-0.7	-0.8	-0.9	-0.8	-2.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-2.8	-2.9			
Transferencias corrientes (neto)	5.2	6.0	1.3	1.4	1.5	1.3	6.0	1.3	1.3	1.3	1.3	5.2	5.6			
Inversión extranjera directa (USD mM)	9.1	10.6	2.8	2.6	2.6	2.5	10.6	1.5	1.5	1.5	1.5	5.8	6.2			
Términos de intercambio (% Var. Interanual)	2.7	13.3	11.7	12.4	18.0	4.3	13.3	5.2	0.5	-11.8	-9.0	-4.1	1.5			
Reservas internacionales (USD mM)	20.6	23.7	21.8	22.5	23.7	23.7	23.7	22.7	21.8	20.8	20.0	20.0	18.0			
Cobertura de las importaciones	7.9	7.6	7.0	7.2	7.6	7.6	7.6	7.2	7.0	6.7	6.4	6.4	5.6			
Sector Público																
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.8	0.4	3.5	3.2	1.1	-2.2	0.4	-1.7	-1.6	-1.5	-1.5	-1.6	...			
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-2.8	-2.4	1.0	0.3	-2.8	-4.8	-2.4	-3.9	-3.7	-3.6	-3.4	-3.6	...			
Bal. primario del SPC (% del PIB)	...	0.5	...	...	...	...	0.5	...	...	...	...	0.1	...
Bal. del SPC (% del PIB)	-0.6	-0.1	1.8	4.1	1.7	-7.7	-0.1	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0	-2.3	-3.0			
Ingresos del Gobierno Central (% del PIB)	15.2	16.2	18.7	16.9	14.2	14.8	16.2	18.0	17.4	16.7	16.0	17.0	...			
Indicadores de Deuda																
Deuda externa bruta (% del PIB)	21.5	19.8	18.7	22.9	19.0	19.8	19.8	20.7	21.6	22.6	23.5	23.5	25.0			
Pública (% del PIB)	13.9	12.5	12.2	14.9	11.9	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	13.0			
Privada (% del PIB)	7.6	7.3	6.6	8.0	7.0	7.3	7.3	8.3	9.2	10.1	11.0	11.0	12.0			
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	39.3	37.5	37.2	39.4	36.3	37.5	37.5	39.0	40.5	42.0	43.5	43.5	...			
Interna (% del PIB)	25.5	25.0	25.1	24.5	24.4	25.0	25.0	26.5	28.0	29.5	31.0	31.0	...			
Externa (% del PIB)	13.9	12.5	12.2	14.9	11.9	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	...			
Amortizaciones d externa (USD mM)	6.7	4.8	2.1	1.0	0.8	0.9	4.8	1.2	1.2	1.2	1.2	4.8	...			
Pagos intereses de la d externa (USD mM)	2.8	3.1	0.9	0.7	0.8	0.8	3.1	0.8	0.8	0.8	0.8	3.1	...			
Servicio d externa (% X de bns. y svcs.)	30.9	21.1	33.5	15.9	14.7	19.9	21.1	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4	...			
Servicio d externa pública (% X de bns. y svcs.)	16.0	10.7	24.2	5.9	6.0	7.1	10.7	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	...			
Servicio d externa pública (% del PIB)	2.4	1.7	3.5	1.0	1.0	1.1	1.7	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	...			
Balance Ahorro-Inversión																
Ahorro (% del PIB)	23.2	24.5	24.8	25.7	25.8	21.5	24.5	23.0	22.8	24.1	22.6	22.2	25.0			
Inversión (% del PIB)	26.0	27.3	26.8	27.6	28.5	26.5	27.3	25.7	26.4	27.3	25.9	26.3	27.6			
Remesas de los Trabajadores (USD mM)	4.5	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	5.0			

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

Estados financieros*

	Mar-09 (a)	Feb-09	Mar-08 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	219,912	220,039	185,776	11.5%
Disponible	15,759	16,450	9,811	51.3%
Inversiones	43,863	41,990	34,988	18.1%
Cartera Neta	137,431	137,848	121,123	6.9%
Consumo Bruta	38,334	38,557	35,856	0.7%
Comercial Bruta	93,604	93,382	79,489	10.9%
Vivienda Bruta	9,678	9,995	9,327	-2.2%
Microcrédito Bruta	3,261	3,187	1,995	54.0%
Provisiones	335	331	281	12.4%
Consumo	3,877	3,792	2,856	27.9%
Comercial	215	214	161	25.9%
Vivienda	2,936	2,852	1,836	50.7%
Microcrédito	7,446	7,272	5,545	26.5%
Otros	23	24	20	8.5%
Pasivo	193,111	192,620	164,164	10.8%
Depósitos y Exigibilidades	146,999	148,366	125,141	10.7%
Cuentas de Ahorro	57,520	59,040	56,794	-4.6%
CDT	63,021	62,572	44,547	33.3%
Cuentas Corrientes	21,884	22,312	19,687	4.7%
Otros	5	4	4	4.8%
Otros pasivos	46	44	39	11.3%
Patrimonio	26,801	27,419	21,612	16.8%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	1,588	894	1,313	13.9%
Ingresos por intereses	6,121	4,074	5,078	13.6%
Gastos por intereses	3,084	2,060	2,403	20.9%
Margen neto de Intereses	3,037	2,015	2,675	6.9%
Ingresos netos diferentes de Intereses	2,255	1,257	1,532	38.6%
Margen Financiero Bruto	5,291	3,271	4,207	18.5%
Costos Administrativos	1,703	1,112	1,452	10.5%
Gastos de provisiones	2,888	1,982	2,044	33.2%
Recuperaciones (-)	1,505	1,130	1,140	24.4%
Margen Operacional	2,205	1,307	1,851	12.2%
Ganancia/Pérdida antes de impuestos	2,101	1,209	1,771	11.8%
Impuestos de renta	513	315	458	5.5%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	3.26	3.15	2.88	0.38
Consumo	8.12	8.08	7.08	1.04
Comercial	3.15	3.10	2.51	0.63
Vivienda	4.66	4.45	3.98	0.68
Microcrédito	13.61	13.51	11.60	2.01
Cubrimiento	110.74	109.05	109.42	1.32
Consumo	94.29	91.52	72.27	22.02
Comercial	131.69	131.11	143.13	-11.44
Vivienda	74.21	74.46	75.61	-1.40
Microcrédito	63.56	62.13	56.47	7.09
ROA	2.49%	2.51%	2.20%	0.3%
ROE	20.56%	20.84%	19.81%	0.8%
Solvencia	14.42%	14.80%	13.50%	0.9%

1/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida / Cartera Bruta. *Datos mensuales a marzo de 2009. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Asobancaria.