

LA CRISIS Y LAS MEDIDAS DE LAS AUTORIDADES

La crisis financiera internacional, desatada por el estallido de una burbuja inmobiliaria, ha generado consecuencias adversas sobre el gasto, la actividad, el empleo y las expectativas en los países más desarrollados.

Los mercados financieros internacionales reflejan incertidumbre, aversión al riesgo, iliquidez y mayor volatilidad. Como resultado, las tasas de interés de corto plazo han aumentado, las acciones se han desvalorizado pronunciadamente, hay una mayor preferencia por activos seguros en USD, y la deuda pública y las monedas emergentes se han depreciado¹.

En esta edición de Semana Económica analizamos los efectos de la crisis sobre la economía colombiana y las medidas recientes adoptadas por las autoridades nacionales. Destacamos el oportuno mensaje que envió el Banco de la República con las medidas de provisión de liquidez adicional en pesos, a la vez que señalamos la necesidad de avanzar más rápidamente en mecanismos para aumentar la provisión de liquidez en moneda extranjera.

Antes de entrar en materia, Asobancaria registra complacida el mandato adicional que por cuatro años le ha dado el Banco de la República a su Gerente General, José Darío Uribe. La cautela, serenidad y prudencia que ha mostrado en el manejo monetario de la economía, a pesar de las presiones y críticas que con frecuencia ha tenido que enfrentar, lo hacen la persona más

idónea para continuar con esta labor, en particular en momentos de turbulencia en los mercados.

Los canales de transmisión

El efecto financiero

En Colombia estamos sintiendo el llamado canal financiero de transmisión de la crisis. Los activos domésticos (Bolsa, TES, Bonos Globales y COP) se han desvalorizado en forma importante en los últimos dos meses (cuadro 1) debido a la preferencia por otros más seguros. Se observa también una enorme volatilidad.

Además, la parálisis del crédito en las economías industrializadas y las mayores tasas activas están comprometiendo la financiación externa para el sector privado de las economías emergentes.

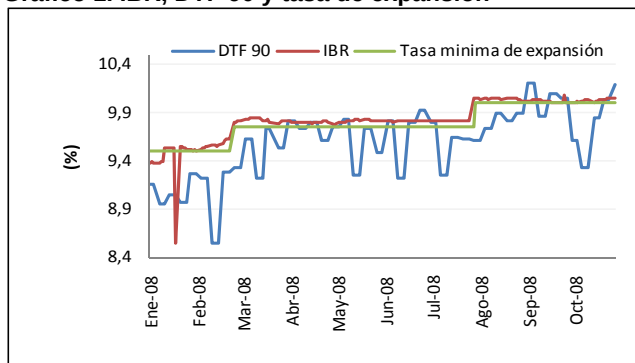
Cuadro 1. Evolución mercados financieros domésticos*

		Ene-08	Ago-08	Oct-08
IGBC	Valor	9,107.4	9,375.0	7,178.9
	Variación anual	-15.6	-12.6	-32.5
	Volatilidad	44.86	13.88	67.27
TES	Tasa	11.1	11.3	13.1
	Volatilidad	4.85	4.67	9.08
TRM	Valor	1,939.6	1,908.0	2,374.1
	Variación anual	-14.2	-11.1	18.9
	Volatilidad	13.75	11.94	33.97

Fuente: Banco de la República – Bolsa de Valores de Colombia* Volatilidad diaria anualizada.

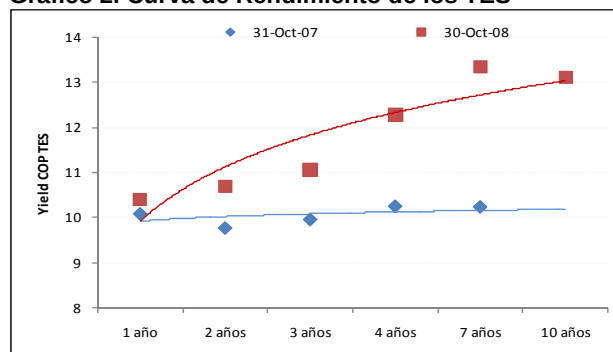
Algunos agentes locales endeudados en moneda extranjera comienzan a sustituir deuda externa por interna, con lo cual la demanda de crédito doméstico ha aumentado. De hecho las tasas de interés de corto plazo del sistema financiero, que estuvieron por debajo de la mínima de expansión del Banco de la República, ahora la superan, lo cual es un reflejo de mayor demanda por liquidez (gráfico 1).

¹ Para satisfacer parte del exceso de demanda mundial por USD en esta coyuntura, la Reserva Federal recientemente decidió incluir a los bancos Centrales de Brasil, México, Corea y Singapur dentro de sus beneficiarios de crédito, en este caso por una suma hasta US\$30 mm cada uno, utilizando como colateral un monto equivalente al de sus monedas nacionales.

Gráfico 1. IBR, DTF 90 y tasa de expansión

Fuente: Banco de la República – Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Las expectativas inflacionarias, la preferencia por títulos cortos y la predilección por activos más seguros han aumentado la pendiente de la curva de rendimientos doméstica (gráfico 2).

Gráfico 2. Curva de Rendimiento de los TES

Fuente: Bloomberg

El efecto real

Además de los efectos financieros mencionados, la crisis global tendrá, sin duda, efectos reales sobre la economía colombiana.

La incertidumbre y la aversión al riesgo en los mercados internacionales están afectando la confianza y las expectativas de los agentes domésticos

El descenso en los precios de los productos básicos y la menor demanda externa (Estados Unidos y Venezuela representan el 53% de nuestras exportaciones) disminuirán los ingresos esperados.

Los menores precios también podrían reducir la rentabilidad de la explotación de los productos primarios, y esto, en una coyuntura

de restricción crediticia global, podría significar también un menor flujo de inversión extranjera.

Además, la parálisis del crédito en las economías industrializadas podría acelerar la remisión de utilidades al exterior, al tiempo que los mayores intereses podrían incrementar el servicio de la deuda externa.

La cuenta corriente de la balanza de pagos podría, en consecuencia, arrojar un déficit mayor que el esperado el año entrante. No obstante, el menor ritmo de actividad económica y la depreciación del tipo de cambio disminuirán los egresos por importaciones, generando un efecto compensatorio de carácter parcial.

Las medidas adoptadas por las autoridades

1) En materia fiscal

Ha hecho bien el Gobierno Nacional en asegurar la prefinanciación externa para 2009, contratando créditos multilaterales (USD 2.400 M). Está tramitando, además, la aprobación de créditos por (USD 1.500 M), que podría utilizar en forma contingente para el presupuesto si alguna de las fuentes de financiación previstas (venta de electrificadoras, por ejemplo) sufre complicaciones.

De otra parte, el ministro de Hacienda ha señalado que mantendrá la meta de déficit fiscal del Gobierno Central estimada para el próximo año en 3% del PIB. Esto significa que si los ingresos corrientes caen, como es previsible, se deberá hacer un esfuerzo en igual magnitud recortando el gasto.

Observamos que esa tarea indefectiblemente deberá adelantarse. Los supuestos financieros del presupuesto nacional aprobado están en entredicho (crecimiento económico de 5%, tasa de cambio promedio de \$1948, precio del crudo de US\$100/barril). No sólo disminuirán los ingresos tributarios, tanto por un descenso en el comercio exterior como por menores ventas locales, sino que los gastos se incrementarán, debido al mayor servicio de la deuda en pesos que aumentará con la devaluación.

El país debe, por tanto, estar alerta sobre el tema fiscal. Probablemente habrá que hacer esfuerzos dolorosos para recortar el

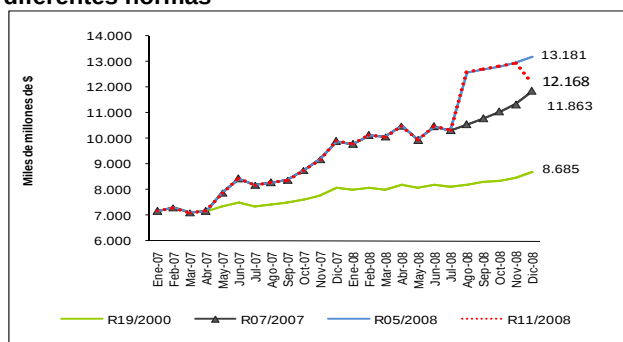
gasto público y, en lo posible, generar un mayor ahorro doméstico. Con ello el gobierno nacional facilitaría la financiación a menores costos del gasto privado, reforzaría la confianza en la política fiscal y mantendría una buena reputación, lo cual permitiría acceder al crédito externo en mejores condiciones.

2) Política monetaria y liquidez

En un anuncio bien recibido por el mercado, el Banco de la República señaló su intención de revisar la postura de la política monetaria, hacia una menos restrictiva, si las presiones inflacionarias de mediano plazo lo permiten. Además, con el fin de proporcionar mayor liquidez a la economía, el Banco de la República adoptó cinco medidas:

2.1) Redujo el encaje ordinario de las cuentas corrientes y de ahorro del 11,5% al 11%, y el de los CDT's de 6% a 4.5%. Esta medida empezará a tener efectos a partir del 10 de diciembre. Cálculos de Asobancaria, que coinciden con los del Emisor, indican que el monto de recursos liberados ascenderá a \$1 billón. Con esto, las reservas bancarias se acercarán a \$12.1 billones, nivel similar al que se hubiera llegado de seguir vigente la medida del encaje marginal (gráfico 3).

Gráfico 3. Reservas del sistema financiero con diferentes normas



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

2.2) Dispuso que el encaje correspondiente al mes de diciembre sea exigible sobre una base de tres semanas y no de dos como es habitual. Con este tipo de medidas operativas, ya tomadas en años anteriores, se busca que el cumplimiento del encaje para los días críticos de fin de año (24,25 y 31 de diciembre y 1 de

enero) se distribuya mejor en el tiempo. El gráfico 4 muestra que con esta modificación los bancos calcularán sus requerimientos de encaje entre el 2 y el 23 de diciembre, y los cumplirán entre el 24 de diciembre y el 13 de enero.

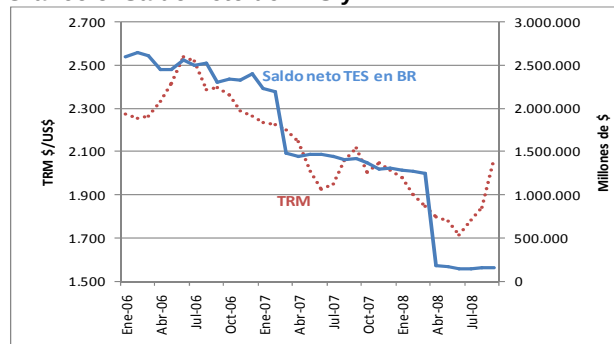
Gráfico 4. Período de encaje para diciembre

DOMINGO	LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO
			3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31	1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17

— Requerido bi-semana — Disponible bi-semana — Requerido tri-semana — Disponible tri-semana

2.3) Comprará TES por \$500 mm, que es uno de los mecanismos habituales para inyectar liquidez más permanente al mercado. Lo había dejado de usar activamente porque todo el incremento de la base monetaria se venía haciendo por la vía de la intervención cambiaria. La compra de TES anunciada equivale a un mes de compra diaria de US\$20 millones, medida que se venía aplicando desde agosto (gráfico 5).

Gráfico 5. Saldo neto de TES y TRM



Fuente: Banco de la República

2.4) Cerrará temporalmente las subastas de contracción. Con la mayor acumulación de reservas internacionales, desde el mes de agosto, las entidades financieras tuvieron una liquidez adicional que parcialmente estaban depositando en el BR a una tasa que resultaba de una subasta competitiva.

Las últimas operaciones de contracción que se hicieron por esta vía (24 de octubre) ascendieron a \$310 mil millones a una tasa del 9.96%, y correspondían a depósitos de fiduciarias, fondos de pensiones y cesantías y comisionistas de bolsa. La medida estimula a que estos recursos fluyan hacia el mercado monetario donde pueden encontrar una rentabilidad cercana al IBR (10.05%) frente a la alternativa de depositarlos en la ventanilla del emisor al 9%.

2.5) Abrirá temporalmente las subastas de repos a 14 y 30 días de plazo, mecanismo que tradicionalmente se activa en esta época del año. Por esta vía en 2007 se otorgó liquidez en dos subastas de repos a 23 días de plazo por \$1.2 billones, y a 19 días por \$1.3 billones al 9.5%. Este mecanismo se anuncia como temporal, de tal manera que su efecto monetario expansivo terminará a mediados de enero de 2009.

Comentarios a las medidas

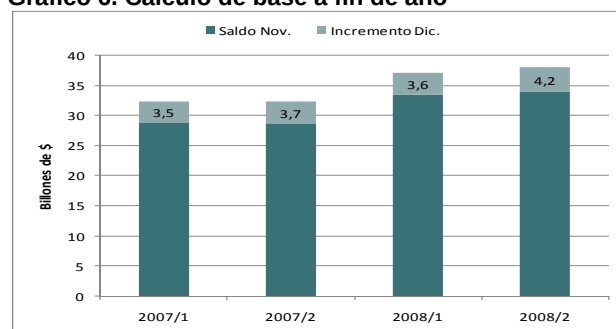
La banca considera que las medidas del emisor son una clara señal de que las autoridades actuarán para garantizar que las condiciones de liquidez de la economía se afecten lo menos posible por la coyuntura financiera internacional, sin comprometer su programa monetario y las metas de inflación de mediano plazo.

En principio las medidas parecen suficientes para atender los requerimientos estacionales de diciembre. El gráfico 6 muestra la proyección de base monetaria adicional requerida para el fin de año, cuyo monto podría estar entre \$3.6 y \$4.2 billones. Estos requerimientos serán suplidos con las compras de TES, el uso de los recursos depositados en el Banco de la República por parte de la Tesorería General de la Nación, y el uso de las OMA a 15 y 30 días. Aproximadamente el 80% de ese incremento estará dirigido a satisfacer la demanda de efectivo de fin de año.

La medida de encaje no tiene impacto sobre la expansión de la base monetaria, pero libera recursos a los bancos que pueden ser utilizados en la irrigación de crédito. Por el

efecto multiplicador, estas reservas tienen el potencial de convertirse en oferta crediticia adicional para satisfacer necesidades extraordinarias de la economía del próximo año por un monto cercano a los \$4.9 billones.

Gráfico 6. Cálculo de base a fin de año



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.^{1/} Cálculos usando un modelo ARIMA;^{2/} Cálculos usando el crecimiento estacional promedio en diciembre.

Esta generación adicional de crédito puede atender el incremento en la demanda de recursos que se presente como resultado de una parada súbita o una disminución fuerte en el crédito de corto plazo en moneda extranjera. Es importante tener en cuenta lo siguiente: a) el crédito en moneda extranjera al sector privado intermediado por la banca asciende a cerca de \$8 billones que, en su mayoría, es de corto plazo y financia capital de trabajo y operaciones de comercio exterior; b) Además, el sector privado no financiero tiene directamente contratado un endeudamiento externo de corto plazo del orden de US\$2 mil millones, equivalentes a cerca de \$4.6 billones.

De esta forma, la magnitud de los recursos en moneda extranjera que potencialmente podría ejercer una presión adicional sobre el crédito empresarial asciende a \$12.6 billones. La capacidad de crédito suplementario que provee la reducción del encaje serviría para satisfacer 40% de esa demanda adicional. Este porcentaje luce razonable por el carácter incierto de la materialización de dicha presión. Sin embargo, conviene mantener una estrecha vigilancia sobre las condiciones del mercado crediticio a fin de hacer los ajustes necesarios para evitar presiones sobre el costo del dinero.

Propuestas adicionales para analizar

Hacemos dos propuestas: Una para asegurar una temprana irrigación de liquidez en pesos, y otra para mejorar la provisión en liquidez externa, que es el mayor riesgo que observamos en el corto plazo.

1) Como la liberación de encaje solamente se producirá hasta el 10 de diciembre, sería conveniente que el Banco de la República reabriera la subasta de Repos de las 9 a.m. Esto permitiría a la banca cubrir temprano sus necesidades de tesorería, y satisfacer en la subasta de la 1 p.m eventuales requerimientos extraordinarios de liquidez que se presenten a lo largo del día.

2) Son positivos los esfuerzos del Gobierno Nacional para conseguir recursos de financiación para el sector privado utilizando las líneas de Bancoldex (que está avanzando en la negociación de una línea de US\$650 millones) y las garantías de la IFC. No obstante, conviene explorar mecanismos que doten de mayor liquidez en dólares al mercado interbancario local. Para ello sería útil evaluar la posibilidad de que el Banco de la República o la Tesorería General adopten mecanismos como el que funciona en Chile.

Mediante operaciones Swap de Divisas, el Banco Central de Chile (BCCh) vende divisas de contado a los bancos mediante un contrato de recompra futura (máximo a 365 días) a una tasa de cambio previamente definida (Anexo 1). Para este mes el BCCh anunció la realización de operaciones semanales por US\$500 millones. Este mecanismo facilita el funcionamiento del mercado interbancario de divisas y utiliza las reservas internacionales con propósitos de estabilidad cambiaria².

Consideraciones finales

Habíamos anotado desde meses atrás que los efectos de la crisis financiera internacional se iban a sentir en Colombia en forma importante, como de hecho está ocurriendo.

El impacto de corto plazo ha sido la reducción en el valor de los activos financieros (acciones, TES y el peso). El de mediano plazo se sentirá en la economía real con la desaceleración adicional en la dinámica de la producción, menores exportaciones y mayor estrechez fiscal, entre otras.

La situación que estamos afrontando es difícil, pero no dramática. Destacamos que el Gobierno Nacional ha actuado en forma previsiva, asegurando la financiación externa del presupuesto de 2009. A su vez, el Banco de la República ha adoptado unas medidas para irrigar mayor liquidez a la economía. Más importante aún, el emisor tiene instrumentos para satisfacer una mayor demanda, ya sea a través de una reducción adicional en el encaje o mediante la compra de TES.

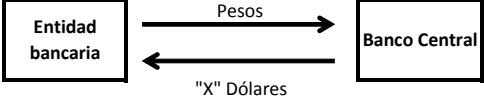
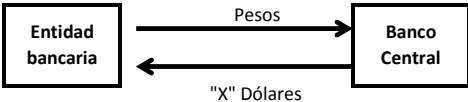
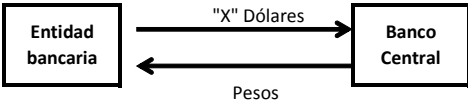
Nuestra preocupación mayor en el corto plazo es la liquidez en dólares. Ojalá pronto se empiece a ofrecer a los bancos comerciales las líneas de Bancoldex. Mientras tanto conviene que el emisor evalúe medidas como la de operaciones swap de divisas adoptada en Chile.

Por fortuna las autoridades han entendido la importancia de actuar oportunamente. La experiencia reciente del manejo de crisis en los Estados Unidos muestra claramente que la economía se golpea en exceso cuando no se adoptan las medidas requeridas, y que su costo se incrementa con el paso del tiempo.

Además, nunca debe olvidarse que el sistema financiero es crítico para el desempeño de toda la economía, y que las medidas para apoyarlo en últimas benefician a todos al salvaguardar el ahorro y los depósitos del público. En el interesante debate de esta semana en el Congreso de la República sobre los efectos de la crisis financiera, el Superintendente Financiero, citando al poeta Guillermo Valencia, nos recordó que no se debe "...sacrificar un mundo por pulir un verso".

² En octubre el BCCH realizó operaciones Swap de divisas por un monto de US\$447 millones a plazos que van entre 28 y 91 días. El spread promedio sobre la Libor para el cálculo de la tasa forward fue de 104 puntos básicos.

Anexo 1. Modalidades de Swap de Divisas del Banco Central de Chile

Modalidad contado contra forward	Modalidad forward contra forward
Primer intercambio (contado) - T0 La entidad bancaria compra "X" cantidad de dólares al Banco Central al tipo de cambio <i>spot</i> vigente en T0.  Segundo intercambio (forward) - T1 La entidad bancaria vende "X" cantidad de dólares al Banco Central al tipo de cambio <i>forward</i> pactado en T0. $F = S_{T0} \times e^{(r-r^*)(T1-T0)}$  F = Tipo de cambio <i>forward</i> S = Tipo de cambio <i>spot</i> r = Tasa de interés doméstica r* = Tasa de interés externa T1 - T0 = No. de días entre T1 y T0	Primer intercambio (forward) - T1 La entidad bancaria se compromete a comprar en T1 "X" cantidad de dólares al Banco Central al tipo de cambio <i>forward</i> pactado en T0. $F_{T1} = S_{T0} \times e^{(r-r^*)(T1-T0)}$  Segundo intercambio (forward) - T2 La entidad bancaria se compromete a vender en T2 "X" cantidad de dólares al Banco Central al tipo de cambio <i>forward</i> pactado en T1. $F_{T2} = S_{T1} \times e^{(r-r^*)(T2-T1)}$  F = Tipo de cambio <i>forward</i> S = Tipo de cambio <i>spot</i> r = Tasa de interés doméstica r* = Tasa de interés externa T1 - T0 = No. de días entre T1 y T0 T2 - T1 = No. de días entre T2 y T1