



Gerencia General

Banco de la República Colombia

GG - 07376
5 de abril de 2013

Señores

COMISION TERCERA CONSTITUCIONAL PERMANENTE

Cámara de Representantes

Congreso de la República

Ciudad

Ref: Respuesta Proposición No. 27 del 2 de abril de 2013 – DER-BOG-11642-2013

Respetado Dr.

Atentamente me permito confirmar mi asistencia al debate de control político que se llevará a cabo el día miércoles 10 de abril del presente año, así como dar respuesta a la comunicación de la referencia en los temas que competen al Banco de la República.

Respuesta pregunta 1:

¿Cuál es el nivel de profundidad e impacto dinámico que tienen las decisiones de política que tienen las decisiones de política monetaria sobre la economía?

En una economía pequeña y abierta, como la colombiana, la política monetaria reacciona ante choques externos e internos empleando los instrumentos disponibles, con el propósito de mantener una tasa de inflación baja y estable y contribuir a estabilizar el producto alrededor de su senda sostenible.

La economía colombiana ha sido afectada de forma significativa por diversos choques externos como los precios de los productos básicos, las tasas de interés internacionales y la demanda externa, entre otros. Estudios empíricos¹ han encontrado que un factor importante ha sido el precio externo de las exportaciones, el cual explica una parte sustancial de la volatilidad del ciclo económico colombiano. Este resultado junto con el comportamiento pro-cíclico del consumo, la inversión, el empleo, los precios de los activos, entre otras variables macroeconómicas, señala la importancia de conducir la política económica de forma contra-cíclica.

¹ Jalil, Munir y Lavan Mahadeva. “Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia”. Banco de la República, 2010.



Por otra parte, es importante establecer el alcance de la política monetaria y, en particular, de su principal instrumento, la tasa de interés de intervención, en un esquema de inflación objetivo. La evidencia muestra que el Banco de la República logra incidir sobre las tasas de interés de mercado y tiene un impacto sobre los precios de los activos reales y financieros, las decisiones financieras, de consumo e inversión del sector privado y sus expectativas de manera retardada e imperfecta.

De esta forma, cuando el Banco de la República emplea sus instrumentos de política, lo hace para estabilizar la economía, teniendo en cuenta que sus acciones de hoy tendrán un impacto gradual y creciente en el futuro hasta alcanzar su máximo efecto. Estos impactos, sin embargo, son variables y están sujetos a incertidumbre. En consecuencia, el rol de las expectativas de los agentes es fundamental y el banco central hace esfuerzos importantes por comunicar la lógica detrás de sus acciones y mantener las expectativas de inflación cercanas al objetivo de largo plazo.

En una economía pequeña y abierta al comercio internacional de bienes y servicios, la tasa de cambio juega un papel fundamental dentro de la conducción de la política monetaria. Por una parte, movimientos en la tasa de cambio se traspasan a varios de los precios de bienes y servicios finales que consumen los hogares. Por otra, el comercio internacional responde a las variaciones de la tasa de cambio. En cuanto al primer factor, se ha encontrado que el traspaso de movimientos en la tasa de cambio hacia los precios ha sido incompleto, asimétrico y ha dependido del estado de la economía. Dicho traslado ha sido mayor cuando la economía ha estado en auge, la inflación ha sido alta y la tasa de cambio real ha estado sobre-valorada. En cuanto al segundo, se ha encontrado que la elasticidad precio de las exportaciones ha sido históricamente más baja que la de las importaciones y, adicionalmente, que estas últimas tienen una elasticidad ingreso alta.

Tomando en cuenta lo anterior, algunas estimaciones indican que la respuesta de la actividad económica ante un cambio en la política monetaria alcanza su máximo efecto alrededor de un año después del mismo. Por su parte, el máximo impacto en la inflación se alcanza un poco después. No obstante, como se mencionó anteriormente estos efectos son inciertos y variables.

Respuesta pregunta 2:

¿El encaje como instrumento de política está encareciendo la estructura de costos del sistema financiero?

La función principal de los intermediarios del sistema financiero es captar recursos del público y con ellos otorgar préstamos. Dada la naturaleza de este negocio, las entidades deben mantener parte de sus fondos en activos líquidos para poder cubrir retiros por parte de sus clientes. Uno de los instrumentos principales para garantizar la disponibilidad inmediata de recursos es el encaje bancario fijado por el Banco de la República (BR).

El porcentaje de encaje varía dependiendo de la mayor o menor liquidez que tenga el depósito. Por ejemplo, las cuentas a la vista (ej. ahorros y corriente) tienen un encaje más alto que otros tipos de depósitos, pues los usuarios de estas cuentas pueden retirar su dinero en cualquier momento y sin restricciones, lo que no ocurre con el dinero que se encuentra invertido en CDT.



Adicionalmente, algunos países como Brasil, Colombia y Perú, han utilizado los encajes a los depósitos como una medida macroprudencial buscando que en la parte expansiva del ciclo crediticio, un aumento en los encajes disminuya la oferta de recursos para otorgar créditos. En efecto, en el año 2007 se hicieron varias modificaciones a los esquemas de encaje buscando moderar el nivel de crecimiento del crédito en Colombia, especialmente del crédito de consumo. Con la Resolución Externa No. 3 de 2007 de la Junta Directiva del BR (mayo 6 de 2008) se estableció un *encaje marginal*, con el propósito de reducir el nivel de liquidez del mercado y así controlar la expansión del crédito.

Sin embargo, en junio 20 de 2008, la Resolución Externa No. 5 eliminó el encaje marginal y en octubre de 2008 se expidió la Resolución Externa No. 11 que disminuyó los encajes ordinarios. Esta última resolución continúa vigente y establece que los porcentajes de reserva por encaje son tal como indica la tabla 1 del *Anexo*. Por otra parte, la Gráfica 1 del mismo *Anexo* muestra el porcentaje de encaje promedio desde 1984 hasta febrero de 2013. Como puede observarse, en los últimos 10 años el encaje promedio del sistema financiero ha sido considerablemente inferior al que se tenía en la década de los 80 y 90. En todo caso, es importante tener en cuenta el papel como herramienta macroprudencial y de manejo de liquidez que cumple el encaje, por lo cual el costo que genera en la estructura financiera de los bancos no debe verse de manera independiente del beneficio social asociado al mismo.

Respuesta pregunta 3:

¿Cómo la emisión de deuda interna de largo plazo y la titularización de créditos hipotecarios afecta el mercado de créditos hipotecarios de cara a la tasa de intervención de la autoridad monetaria?

En Colombia la relación entre las tasas de interés de los créditos hipotecarios (TICH), la tasa de interés de los títulos de deuda pública (TES) y la tasa de interés de la política monetaria ha sido poco estudiada, debido principalmente a que la emisión de deuda pública a plazos largos (más de 10 años) es un hecho relativamente reciente.

Algunos estudios² para Colombia han encontrado la existencia de una relación de largo plazo entre las TICH y los rendimientos de los TES a 10 años, dado que la deuda pública a largo plazo y el crédito hipotecario pueden llegar a ser activos sustitutos en el balance de los bancos. Otro resultado empírico se refiere al hecho que el principal determinante de las TICH a nivel microeconómico ha sido el riesgo de crédito. Según los estudios, durante 2002-2006 la importancia del riesgo país creció, dejando las TICH más expuestas a las fluctuaciones del riesgo soberano. Estudios recientes³ confirman el hecho que entre 2003 y 2009 existió dicha relación de largo plazo entre TICH y tasas de largo plazo de los TES, la cual se hizo aún más estrecha al pasar de ser parcial a ser una relación uno a uno. Adicionalmente se encontró que en dicho período un cambio inesperado de 100 puntos

² Galindo, Arturo y Marc Hofstetter (2008) "Mortgage interest rates, country risk and maturity matching in Colombia", Universidad de los Andes.

³ Vargas, Hernando, Franz Hamann y Andrés González, 2010. "Efectos de la política monetaria sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios en Colombia," Revista Desarrollo y Sociedad, Universidad de los Andes-CEDE.



base a la tasa de interés de política del Banco de la República se transmitió al “spread” TICH-TES con un rezago de tres a cinco meses y tuvo un efecto máximo de 50-60 pb.

Los anteriores hallazgos implican que la política macroeconómica podría incidir en el costo del crédito hipotecario a largo plazo a través de al menos dos vías. La primera, por medio de la política monetaria, al propender por unas expectativas de inflación bajas y ancladas en la meta de largo plazo y con ello tener unas tasas de interés nominales también bajas. Segundo, a través de una política fiscal que busque una solvencia pública sostenible y menores primas de riesgo, hechos que reducen las tasas de interés nominales y reales.

Respuestas preguntas 4,5 y 6:

4. *¿Cómo se ve afectado el mercado de crédito comercial ante cambios en la tasa de intervención del Banco de la República y la afluencia de crédito externo hacia las empresas?*

5. *¿Cómo se ve afectado el mercado de créditos de consumo ante cambios en la tasa de intervención del Banco de la República?*

6. *¿Cómo se ve afectado el mercado de microcréditos ante cambios en la tasa de intervención del Banco de la República?*

En cuanto a la transmisión de la política monetaria a las tasas de interés del mercado, se debe tener en cuenta que las tasas, tanto de los depósitos como de los créditos, se determinan en un mercado en el cual las entidades bancarias demandan recursos (captaciones) para financiar su cartera e inversiones (colocaciones) y, en donde los ahorradores ofrecen libremente sus excedentes de recursos para obtener una rentabilidad (la tasa de interés de captación). De esta manera, las tasas de interés del mercado son el resultado de la interacción de varios factores que afectan tanto la demanda como la oferta de recursos en el sistema financiero y que inciden en el mercado de depósitos y en la liquidez del sistema bancario.

Dentro de estos factores se encuentra la política monetaria, la cual determina la tasa de interés a la cual las entidades financieras toman prestado recursos del Banco de la República por un período de tiempo bastante corto. Dicha tasa puede afectar el costo de financiamiento de los bancos y, por ende, de la economía como un todo, al traspasar dicho costo a los consumidores y empresarios. Es de esta forma, que la tasa de interés de intervención del Banco Central puede afectar las otras tasas del mercado.

Sin embargo, dicha transmisión depende de otros factores como lo es la estructura del mercado bancario, los límites a la usura, la evaluación del riesgo del deudor individual y del sector al que pertenece, las expectativas de precios y de la actividad económica en la que se encuentra el prestatario, el entorno interno y externo que puede afectar las condiciones generales de la economía, entre otros. En la medida en que los determinantes de las diferentes modalidades de crédito, así como de los depósitos, pueden variar y tener un impacto diferente sobre cada mercado, la transmisión de la política monetaria del Banco de la República a las tasas de interés de los créditos y de los depósitos puede ser diferente tanto en magnitud como en velocidad. De esta forma, las

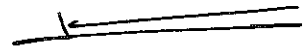


reducciones (o aumentos) en la tasa de interés del Banco pueden no verse reflejadas inmediatamente ni en la misma proporción en las tasas del mercado financiero.

Así por ejemplo, la reducción de la tasa de interés de intervención del Banco de la República de 125 (puntos básicos) pb entre julio de 2012 y finales de enero de 2013, se ha transmitido de manera importante a las tasas nominales activas de mercado, y parcialmente a las pasivas. En particular, en dicho período la transmisión a las tasas de créditos de consumo (sin incluir tarjetas de crédito) fue de 97%, a la de créditos comerciales (crédito ordinario) 83% y a la DTF (tasa pasiva) 50%. Posterior a esta fecha la Junta Directiva del Banco de la República redujo su tasa en 75 pb adicionales, cuya transmisión debería darse en los siguientes meses.

En términos reales, entre el mes de julio y finales de enero de 2013 la tasa de intervención (deflactada por el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica) cayó 0,9 (puntos porcentuales) pp, mientras que la nominal lo hizo en 1,25 pp.

Cordialmente,


Jose Darío Uribe E.



Anexo

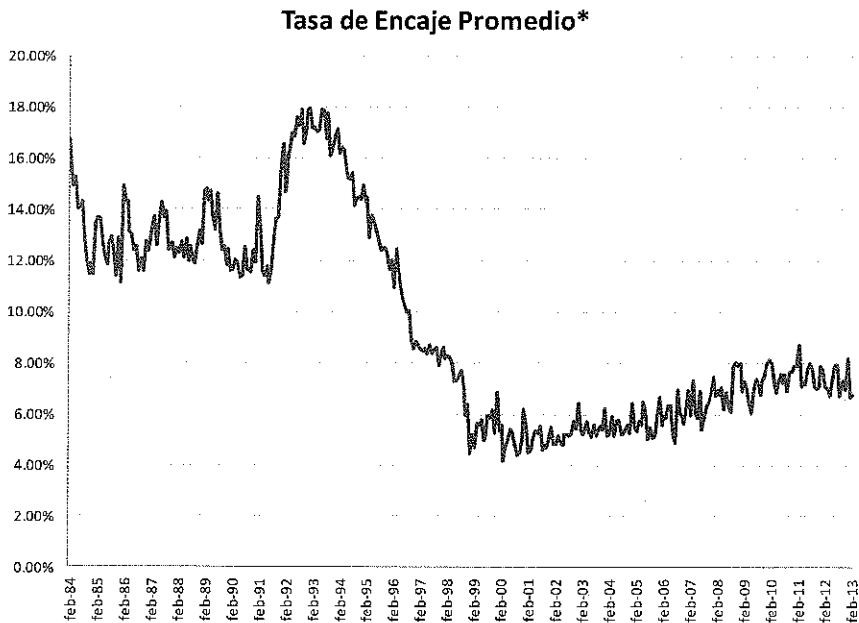
Tabla 1

Grupo de Pasivos Sujetos a Encaje (PSE)	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
	Depósitos a la vista y afines	Depósitos a término menor a 18 meses y afines.	Depósitos a término mayor o igual a 18 meses y afines.
Requerimiento de reserva por encaje ordinario	11% (11,5%)	4,5% (6,0%)	0% (0%)

Fuente: Banco de la República

Nota: en paréntesis aparece el porcentaje anterior a la modificación

Gráfico 1



* Calculado como la razón entre reserva bancaria y pasivos sujetos a encaje

Fuente: Banco de la República