

## Recuadro 2: Compras de activos por parte de los bancos centrales en respuesta a la crisis del Covid-19

Julián Camilo Mateus Gamboa

Este *Recuadro* condensa los principales hallazgos sobre la experiencia de los bancos centrales con la compra de activos en respuesta a la pandemia del Covid-19, con énfasis en el caso colombiano. El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) publicó recientemente un [reporte](#)<sup>65</sup> en el que el Comité del Sistema Financiero Global (CGFS, por sus siglas en inglés) examina la experiencia de los bancos centrales en varias economías emergentes, quienes realizaron compras de activos en respuesta a una crisis por primera vez durante la pandemia del Covid-19, así como en economías desarrolladas, quienes expandieron o reintrodujeron los programas de compras de activos. Para este reporte, el Banrep participó compartiendo su experiencia durante la pandemia.

### Principales hallazgos

**Como respuesta a la pandemia del Covid-19, una buena parte de los bancos centrales en economías desarrolladas y emergentes decidió emprender programas de compras de activos.** La mayoría de estos programas tuvo como principal objetivo atender el funcionamiento de los mercados financieros, y de esta manera asegurar una apropiada transmisión de la política monetaria. En el caso de las economías desarrolladas, dada la restricción de los bancos centrales de varias de estas economías para continuar recortando sus tasas de interés<sup>66</sup>, el programa de compras también tuvo como objetivo la reducción de tasas de largo plazo cuando las de corto plazo ya no podían bajar más.

**Frente al impacto de estos programas, el BIS encuentra que durante las primeras semanas de la pandemia la provisión de liquidez fue esencial para el correcto funcionamiento de los mercados.** En las economías desarrolladas, posteriormente se evidenció una menor prima por riesgo en el mercado de deuda gracias a la absorción del riesgo de duración por parte de los bancos centrales. Es decir, las compras hechas por los bancos centrales redujeron la exposición del sector privado a riesgo de duración (sensibilidad del precio de un título a cambios en las tasas de interés) dado que estas operaciones implicaron el intercambio de activos de baja duración (como las reservas del banco central) por activos de alta duración que se encontraban en el portafolio del sector privado (como bonos de largo plazo). En esta misma línea, si se descompone la prima por riesgo en riesgo crediticio, riesgo de liquidez y riesgo de duración, las compras hechas por los bancos centrales también pudieron presionar a la baja esta prima al reducir la exposición de los privados a los riesgos crediticio y de liquidez. Por el contrario, en el caso de las economías emergentes, el impacto sobre el nivel de tasas fue más limitado dada la mayor sensibilidad de estas economías a las condiciones de los mercados financieros a nivel global.

---

<sup>65</sup> Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis. Producido por el CGFS y dirigido por Margarita Delgado (Banco de España) y Toni Gravelle (Banco de Canadá).

<sup>66</sup> Esta restricción se conoce como *zero lower bound* y hace referencia a la restricción de los bancos centrales de continuar acentuando una política expansiva cuando su tasa de referencia se encuentra cerca de cero.

**En cuanto a posibles efectos secundarios o indeseados de estos programas de compras, el BIS encuentra que estos fueron muy limitados.** Por un lado, el hecho de que la pandemia haya ocasionado una respuesta conjunta de política monetaria expansiva a nivel global, pudo contribuir a que muy pocos países se vieran afectados por la adopción de estos programas en otras partes del mundo<sup>67</sup>. Por otro lado, la rápida terminación de estos programas, dada la reapertura económica y las fuertes presiones inflacionarias, pudo limitar el posible impacto negativo que podrían haber tenido estos programas en caso de haber estado vigentes por un periodo más prolongado, como fue el caso de las economías avanzadas tras la crisis financiera de 2008.

**En resumen, se encuentra que el principal objetivo de los bancos centrales al instaurar los programas de compras de activos fue el de apoyar el correcto funcionamiento del mercado, y de esta manera, asegurar la correcta transmisión de la política monetaria.** En cuanto al impacto de estos programas, la mayoría considera que estos programas contribuyeron a la mejora de la liquidez y de los precios del mercado de deuda pública. A continuación, se resumen las experiencias de los bancos centrales de la región y de otras economías emergentes, de acuerdo con lo expuesto por ellos en el documento del BIS (*Tabla 8*).

---

<sup>67</sup> Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008, el hecho que la mayoría de los bancos centrales de economías desarrolladas redujera sus tasas de interés a niveles mínimos históricos, incentivó la entrada de flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes dado que estas últimas aún ofrecían tasas de interés atractivas, a diferencia de sus pares desarrollados. Lo anterior generó un grado excesivo de apalancamiento en varias de estas economías, haciéndolas vulnerables a potenciales episodios de salidas repentinas de capitales.

**Tabla 8. Experiencia de algunos bancos centrales**

País	Títulos elegibles	Objetivo	Monto
Colombia	- Bonos soberanos (TES): A lo largo de la curva - Deuda privada: Únicamente emitidos por instituciones financieras, con calificación superior a A y madurez menor a tres años	Apoyar el funcionamiento apropiado del mercado, con el fin de corregir escasez de liquidez y mejorar la adecuada formación de precios	- Bonos soberanos: COP 2,8 b (0,3% del PIB) - Deuda privada: COP 8,7 b (0,8% del PIB)
Chile	- Bonos bancarios de todos los participantes del sistema de operaciones de mercado abierto - Bonos emitidos por el BCCh	Mejorar la liquidez en moneda local	- Bonos bancarios: USD 4 mm (1,6% del PIB) - Bonos del BCCh: USD 815 m (0,3% del PIB)
Brasil	Bonos soberanos (subastas de compra venta hechas por el Tesoro Nacional), de los cuales el 77% correspondió a títulos de largo plazo atados a la inflación	- Apoyar la liquidez en el mercado secundario - Proveer precios de referencia en momentos de estrés de mercado	BRL 33,1 mm (USD 6,4 mm)
México	Operaciones twist: Compras de títulos soberanos de más de 10 años, a cambio de títulos de corto plazo (menos de 3 años al vencimiento)	Evitar interrupciones en el mercado de deuda pública, al permitir a los participantes del mercado reducir el riesgo de duración, al tiempo que se promovió el funcionamiento ordenado del mercado	Si bien el programa era de MXN 100 mm (USD 4,1 mm, 0,4% del PIB), solo se adjudicaron MXN 15 mm (USD 0,6 mm, 0,1% del PIB), lo que muestra que la necesidad de cubrir riesgo de tasa de interés a través de este mecanismo no fue tan alta como se pensaba

## Reporte de Mercados Financieros

Hungría	Bonos soberanos y títulos con respaldo gubernamental: Si bien al comienzo se intentó limitar la compra de un título particular hasta el 33% del saldo en circulación, posteriormente se decidió que podría superar el 50% si se requería para garantizar la liquidez y estabilidad del mercado. En cuanto a la madurez de los títulos a comprar, el Banco se enfocó en títulos de largo plazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mantener la eficiencia de la transmisión de la política monetaria</li> <li>- Mantener la estabilidad del mercado de deuda pública</li> <li>- Garantizar que las tasas de interés establecidas por el Banco se reflejarán en el tramo largo de la curva</li> </ul>	HUF 3,65 b (7,5% del PIB)
India	Bonos soberanos mediante OMAs (70% de las operaciones se enfocaron en el tramo de 5 a 10 años) y operaciones twist (comprar bonos de largo plazo y dar en pago bonos de corto plazo)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Funcionamiento del mercado</li> <li>- Transmisión de la política monetaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OMAs: INR 5,9 b (USD 80 mm, 3% del PIB)</li> <li>- Operaciones twist: INR 2,4 b (USD 33 mm, 1,2% del PIB)</li> </ul>
Malasia	Bonos soberanos: No más del 10% del saldo en circulación de cada título	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Proveer liquidez</li> <li>- Asegurar un funcionamiento ordenado del mercado</li> </ul>	MYR 9,4 mm (USD 2,1 mm, 0,6% del PIB)
País	¿Primera vez?	Impacto	Fin del programa
Colombia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bonos soberanos: No</li> <li>- Deuda privada: Sí</li> </ul>	Mejora de la liquidez del mercado secundario de TES, y de los precios de la deuda pública y privada	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Marzo y abril 2021: Ventas por COP 5,9 b (0,6%)</li> <li>- Posteriormente, el Banco compró TES por COP 23 b (2,1% del PIB), con el fin de compensar algunas necesidades de liquidez de largo plazo</li> </ul>
Chile		Mencionan su papel al otorgar liquidez a las AFPs durante las tres aprobaciones de retiros de ahorros.	

Reporte de Mercados Financieros

		Esto evitó que hubiera ventas de emergencia del portafolio de las AFPs	
Brasil	En mayo de 2020 el BCB fue autorizado a realizar operaciones en el mercado secundario de deuda pública (en moneda local y externa) y privada. Sin embargo, dicha autorización fue suficiente para contribuir a una mejora de la liquidez y precios, por lo que el BCB no vio la necesidad de intervenir		
México	Reducción de las tasas de corto plazo, lo que a su vez contribuyó a unas condiciones financieras más holgadas	Inicialmente el Banco había anunciado que su programa terminaría en febrero de 2021. Ese mes anunció que se mantendría listo para conducir dichas operaciones cuando lo considerara necesario	
Hungría	Sí. Sin embargo, desde antes de la crisis el Banco ya apoyaba el mercado de deuda local mediante compras de bonos corporativos e hipotecarios	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El programa apoyó la extensión del perfil de madurez de la deuda soberana y la reducción de la pendiente de la curva al reducir las tasas de largo plazo</li> <li>- El spread entre el bono a 10 años y su contraparte alemán, también se redujo, lo que refleja que además de factores globales hubo factores idiosincráticos que incidieron en la reducción de las tasas de los bonos soberanos</li> <li>- La liquidez volvió a niveles promedio históricos</li> </ul>	En agosto de 2021 el Banco comenzó a reducir el ritmo de compras semanales de HUF 60 mm a HUF 50 mm, y posteriormente a HUF 40 mm. En diciembre el Banco anunció la terminación definitiva del programa

Reporte de Mercados Financieros

India	No	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se redujo el estrés financiero y se garantizaron unas condiciones ordenadas de mercado. Se fortaleció la transmisión de la política monetaria y se apoyó el flujo de crédito</li> <li>- Las tasas de interés y los spreads cayeron a niveles pre-Covid</li> <li>- De acuerdo con un estudio de eventos, por cada 10% del PIB en compras, las tasas caen en 80 pb</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- En octubre de 2021 el Banco anunció el fin de su programa de compra de activos</li> <li>- Con el fin de reducir los excesos de liquidez, el Banco se ha movido de su ventanilla overnight hacia repos en reversa de mayor plazo</li> </ul>
Malasia	No	<p>Como se evidencia en los movimientos moderados del mercado, las compras lograron proveer suficiente liquidez y facilitaron un ajuste ordenado de precios</p>	<p>Dado que las tenencias del Banco son insignificantes frente al tamaño del mercado, no se requiere ningún plan de salida. Simplemente, el Banco planea dejar que los bonos venzan y no reinventirlos</p>

## Caso colombiano

**Durante la crisis del Covid-19, el Banrep implementó varias políticas enfocadas en proteger el sistema de pagos, estabilizar los mercados de deuda soberano y corporativo, apoyar el mercado cambiario<sup>68</sup> y asegurar que el crédito continuara fluyendo a la economía.** Una de las primeras decisiones que tomó el Banrep al comienzo de la crisis fue la reducción de su tasa de interés a mínimos históricos. Frente a los mercados de deuda soberano y corporativo, dada la alta turbulencia observada al comienzo de la pandemia, la baja liquidez y la distorsión de los precios de estos activos<sup>69</sup>, el Banrep decidió: *i*) expandir la cantidad, plazo, instituciones (fideicomisos, comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión y fondos de pensiones) y tipos de colateral (deuda corporativa de alta calidad y pagarés) elegibles para participar en las operaciones de liquidez (operaciones repo) administradas por el Banrep; y *ii*) comprar bonos soberanos y corporativos (estos últimos emitidos solamente por instituciones financieras). El Banrep también implementó otras medidas como la reducción del encaje bancario de 11% a 8%, proveyendo liquidez adicional de hasta COP 10 b.

**Las compras hechas por el Banrep estuvieron enfocadas en proveer suficiente liquidez al sistema en medio de un aumento de la incertidumbre, apoyar el funcionamiento apropiado del mercado y mejorar la formación apropiada de precios. Impactar directamente los niveles de las tasas de los títulos de deuda no fue uno de los objetivos de dichas compras.** En marzo y abril de 2020, el Banrep compró COP 8,7 b (0,8% del PIB de 2019) en títulos emitidos por instituciones financieras. Los títulos elegibles debían tener rating crediticio superior a A, y madurez inferior a tres años. Esta fue la primera vez que el Banrep compró activos de este tipo como parte de su política de expandir el tipo de activos y colateral incluido en su hoja de balance.

**En Colombia, la política monetaria opera principalmente a través de operaciones con títulos del Gobierno (TES). Estas operaciones son hechas a precios de mercado en el mercado secundario y consideran estimaciones de la oferta y demanda de la base monetaria. En este sentido, las compras de deuda pública son una herramienta común implementada por el Banrep para proveer liquidez estructural al mercado, con el fin de alinear la tasa interbancaria (IBR) con la tasa de política monetaria.** Durante la pandemia, estas operaciones también ayudaron a apoyar el funcionamiento apropiado del mercado (corrección de escasez de liquidez y mejora de la formación robusta de precios). Con el fin de proveer suficiente liquidez en pesos y apoyar el funcionamiento del mercado, el Banrep anunció la compra de hasta COP 4 b (0,4% del PIB) de TES entre marzo y abril de 2020. Dado que las condiciones del mercado se recuperaron rápidamente,

---

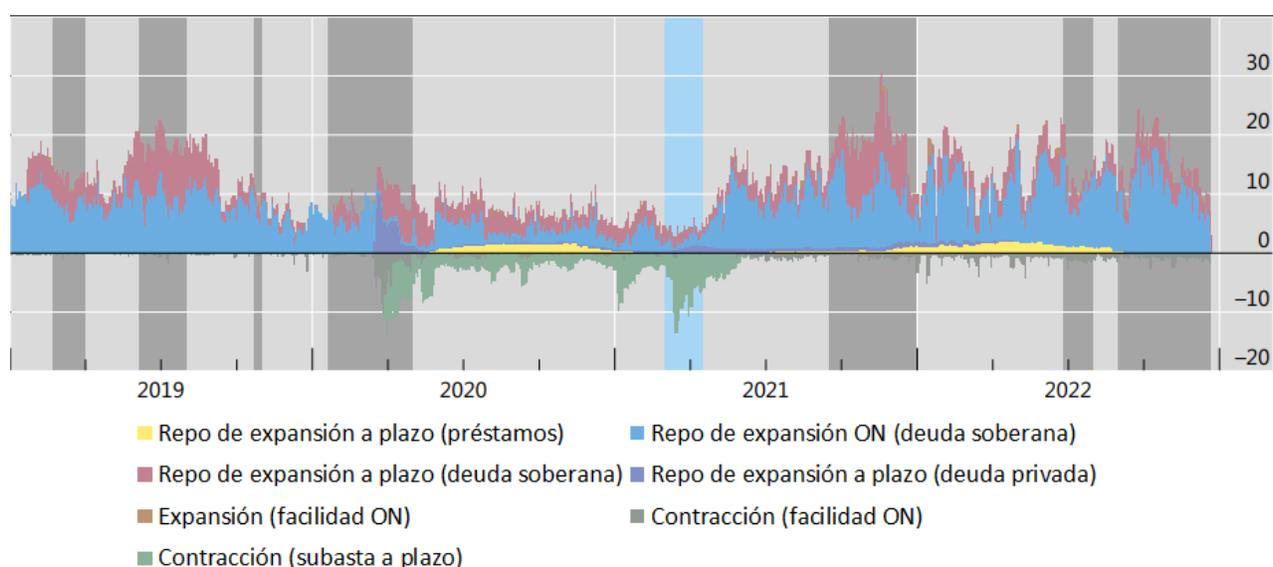
<sup>68</sup> El Banrep no intervino en el mercado spot. Sin embargo, entre marzo de 2020 y marzo de 2021, el Banrep vendió dólares estadounidenses a través de contratos forward non-delivery (NDF) con el fin de compensar cualquier restricción potencial en el mercado de instrumentos de cobertura. En marzo y abril de 2020, el Banco también ofreció FX swaps a 60 días con el fin de proveer liquidez de corto plazo en dólares estadounidenses.

<sup>69</sup> En marzo de 2020, el promedio diario del BAS de los títulos soberanos en pesos se ubicó en 28,5 pb, muy por encima del nivel promedio de 2,1 pb observado durante 2019. Asimismo, la tasa promedio diaria del bono soberano de 10 años alcanzó un nivel superior a 9% durante los últimos días de marzo de 2020, muy por encima del nivel promedio observado en 2019 (6,5%).

las compras se limitaron a COP 2,8 b (0,3% del PIB). Estas operaciones se llevaron a cabo a lo largo de toda la curva de TES.

**Tras la implementación de varios instrumentos de liquidez durante la pandemia, en marzo y abril de 2021 algo de liquidez fue retirado del sistema a través de ventas de TES (COP 5,9 b, 0,6% del PIB).** Posterior, durante ese mismo año y durante 2022, el Banco compró TES por COP 11 b (1% del PIB) y COP 12,2 b (1,1% del PIB), respectivamente, como un mecanismo para compensar algunas necesidades de liquidez de largo plazo. Estas operaciones estuvieron enfocadas en alinear la tasa interbancaria con la tasa de política monetaria. El Gráfico R2.1 muestra los mecanismos de política monetaria implementados por el Banco desde mayo de 2019.

**Gráfico R2.1. Balance de las operaciones transitorias de liquidez del Banrep**



**Fuente:** Banrep.

Las áreas sombreadas en gris indican los periodos en que el Banrep compró activos. Las áreas sombreadas en azul indican los periodos en que el Banrep vendió activos. Las cifras se encuentran en COP b.

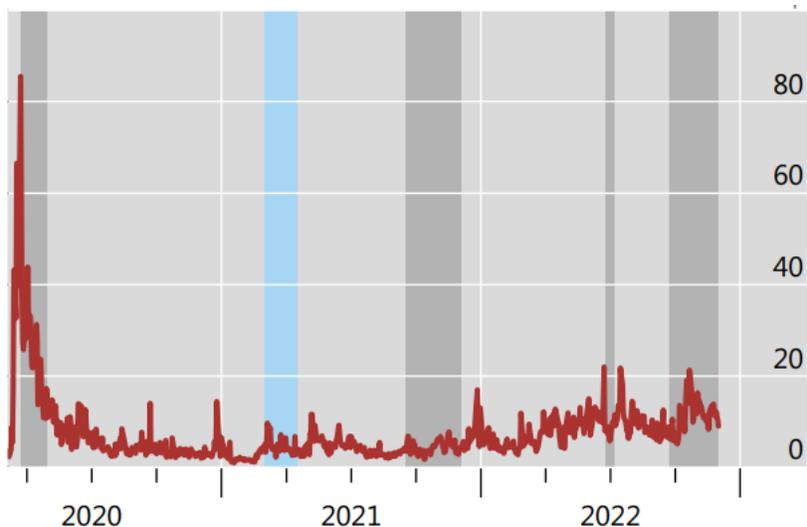
**En línea con las intervenciones hechas por el Banrep en 2020, se observaron algunas señales importantes de recuperación en términos de condiciones de liquidez (Gráfico R2.2) y precios de los activos (Gráfico R2.3).** Luego que el Bid-Ask Spread (BAS) de los TES denominados en pesos aumentara de menos de 5 pb en febrero de 2020, a niveles superiores a 80 pb en marzo de 2020<sup>70</sup>, la intervención del Banrep puede haber contribuido a la rápida recuperación de las condiciones de liquidez durante los subsiguientes meses<sup>71</sup>. Los BAS aumentaron en Colombia, en línea con lo observado en los mercados de deuda pública de la región, pero corrigieron con rapidez posteriormente. Asimismo, tras a una fuerte reducción de los precios de los títulos de deuda

<sup>70</sup> Medidas alternativas de liquidez de este mercado (e.g. volumen negociado y profundidad) muestran un patrón similar al de los BAS.

<sup>71</sup> A la fecha no se han realizado análisis que busquen medir el impacto de las compras hechas por el Banrep sobre los rendimientos de los títulos de deuda pública y privada.

soberanos y corporativos en marzo de 2020, estos activos volvieron a sus niveles originales de precios, en línea con las compras implementadas por el Banrep.

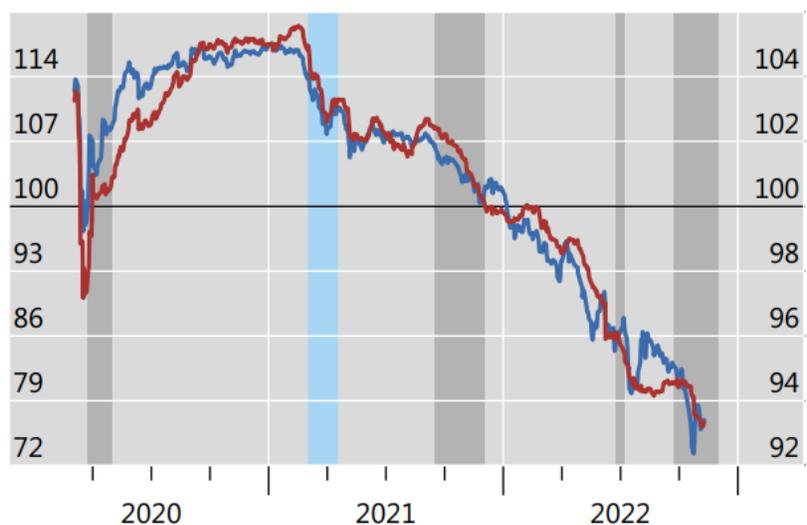
**Gráfico R2.2. BAS de los TES denominados en pesos (pb)**



**Fuente:** Banrep.

Las áreas sombreadas en gris indican los periodos en que el Banrep compró activos. Las áreas sombreadas en azul indican los periodos en que el Banrep vendió activos. Las cifras se encuentran en COP b.

**Gráfico R2.3. Índice de precios de la deuda pública y privada colombiana**



**Fuente:** Banrep.

Las áreas sombreadas en gris indican los periodos en que el Banrep compró activos. Las áreas sombreadas en azul indican los periodos en que el Banrep vendió activos. Las cifras se encuentran en COP b. La deuda pública se ilustra en la línea azul (eje izquierdo) y la privada en la roja (eje derecho).

Posteriormente, en 2021 y 2022 las condiciones financieras locales se apretaron como resultado del entorno internacional (i.e. política monetaria contractiva a nivel global, la guerra en Ucrania y

la política de Cero-Covid en China), así como por cuenta de algunos factores idiosincráticos ligados con el aumento de la tasa de política monetaria, la pérdida del grado de inversión, algunos episodios de agitación sociopolítica en 2021, e incertidumbre frente a las elecciones legislativas y presidenciales de 2022. Sin embargo, las condiciones de liquidez han presentado una mejor respuesta que la observada en marzo de 2020.

**El Banrep no ha implementado un programa de expansión cuantitativa y sus compras en el mercado de TES han buscado un nivel de liquidez que esté en línea con los requisitos del mercado.** Cualquier ajuste en el portafolio de activos del Banco ha sido consistente con el objetivo de mantener la IBR O/N alineada con la tasa de política monetaria<sup>72</sup>.

**Frente a las compras de títulos de deuda corporativa, el Banrep no ha comprado activos adicionales de este tipo desde abril de 2020. Esta medida tenía carácter temporal y así fue comunicada al mercado en su momento.** Sin embargo, el Banco aún mantiene la posibilidad de intervenir en los mercados de deuda soberana y corporativa cuando lo considere apropiada. Adicionalmente, algunas contrapartes aceptadas para las operaciones de liquidez durante la crisis del Covid-19 permanecen activas a pesar del fin del mercado de la emergencia. Esto es con el fin de asegurar que haya una respuesta adecuada en caso de que las condiciones económicas cambien rápidamente. Por ejemplo, las fiduciarias, fondos de pensiones y fondos de inversión colectiva abiertos, continúan en la lista de contrapartes autorizadas (bajo ciertas condiciones).

---

<sup>72</sup> En 2021, Banrep redujo su hoja de balance mediante la venta de TES (con el fin de drenar liquidez para alinear la IBR con la TPM), y también como resultado de la transferencia de utilidades a Gobierno colombiano.