



Políticas macroprudenciales del Banco de la República

Seminario macroeconómico y sectorial ANIF-Fedesarrollo

José Darío Uribe

Gerente General-Banco de la República

Bogotá, noviembre 26, 2008

Contenido

- I. Las lecciones de los noventa**
- II. 2004-2007: expansión económica y respuesta de la política del Banco de la República**
- III. Resultados**
- IV. Hacia adelante**



I. Las lecciones de los noventa



Bajas tasas de interés internacionales

+

Reformas estructurales en América Latina



Fuertes entradas de capitales a América Latina



Al tiempo que los regímenes cambiarios limitaron

Flotación cambiaria



- Fuertes expansiones del crédito y la demanda agregada
- Apreciación real y déficit en cuenta corriente
- Sector financiero asume riesgo crediticio y varios sectores, riesgo cambiario



En 1998-1999: “parada súbita de capitales”

- Déficit externo se corrige con contracción del gasto y del producto.
- Devaluación real expuso los riesgos cambiarios.
- Frágil posición financiera terminó en crisis.



• **Lecciones:**

1. Flotación:
 - ✓ Reduce riesgo cambiario (no hay seguro implícito contra una depreciación)
 - ✓ Limita expansión crediticia en la fase de expansión
 - ✓ Ajustes vía precios relativos (no tanto por cantidades) en la fase de contracción
2. Monitoreo y prevención de riesgos excesivos del sistema financiero y sus clientes (Súperfinanciera + BR + Min. de Hacienda)
3. Difícil juicio sobre sostenibilidad del crecimiento del gasto, la producción y la profundización financiera.



**II. 2004-2007:
expansión económica y respuesta
de la política del Banco de la
República**



- Desde 2004 hay un cambio importante en las condiciones internas y externas de la economía:
 - Mejora confianza de inversionistas, empresarios y consumidores
 - Bajo endeudamiento de hogares y firmas después de la crisis
 - Mejora en términos de intercambio y demanda externa
 - IED
 - Consolidación fiscal



- **Resultados**
 - Fuerte crecimiento del PIB y la demanda interna
 - Apreciación del peso
 - Descenso de la inflación:
 - ✓ Brecha de producto negativa
 - ✓ Apreciación
 - Reactivación del crédito financiero (tras la crisis)
 - Valorización de activos internos (deuda pública, acciones)



- En este contexto, la respuesta de política del Banco de la República tuvo dos criterios:
 - Alcanzar la meta de inflación de largo plazo
 - Evitar la conformación de desequilibrios reales y financieros como los que se presentaron en la década anterior

Equivalente a

Mantener el producto y gasto en niveles sostenibles a largo plazo



- En 2004-2005, factores fundamentales externos e internos de la economía mejoraron sustancialmente
- La economía salió de la crisis financiera y había exceso de capacidad instalada



- Las tasas de interés se redujeron y la intervención cambiaria moderó el ritmo de apreciación del peso



- En 2006, los excesos de capacidad se estaban agotando y el sistema financiero expandió rápidamente la oferta de crédito
- Se produjo entonces una aceleración del crecimiento del PIB, la demanda y el crédito, lo cual puso en riesgo las metas de inflación



- ¿Crecimiento insostenible?: difícil saber:
 - Mejora en términos de intercambio: ¿Fenómeno transitorio o permanente?
 - Amplia liquidez internacional: ¿Hasta cuándo? ("Global savings glut", Greenspan's Conundrum)
 - Fuerte apreciación y flujos de IED: ¿por mejoras de seguridad y altos precios internacionales de los bienes básicos?
 - Rápido crecimiento del crédito: ¿punto de partida bajo y profundización financiera?



- Sin embargo, entre 2006 y 2007, la misma **velocidad** de los eventos sugirió una situación insostenible:
 - Fuerte crecimiento real del crédito del sistema financiero
 - Incremento en indicadores de inflación básica
 - Ampliación del déficit en cuenta corriente
 - La misma apreciación del peso reflejaba exceso de confianza



En estas circunstancias, la respuesta de política del Banco incluyó:

1. Para contener el crecimiento de la demanda agregada y controlar presiones inflacionarias de demanda:
 - ✓ Elevación de las tasas de interés de intervención (400 pb)
2. Para evitar la generación excesiva de crédito y minimizar la exposición al riesgo cambiario:
 - ✓ Flexibilidad cambiaria



3. Para controlar el crecimiento del crédito y la vulnerabilidad financiera de intermediarios, firmas y hogares:

- ✓ Encajes marginales
- ✓ Depósito al endeudamiento externo e inversión de portafolio (Gobierno)

Acciones complementadas con incremento en provisiones por parte de la Súperfinanciera



4. Para controlar el riesgo de contraparte y el apalancamiento excesivo a través de derivados de tasa de cambio:

- ✓ Establecimiento del límite sobre la PBA

5. Para mitigar el riesgo de liquidez externa del país:

- ✓ Acumulación de reservas internacionales
- ✓ Depósito al endeudamiento externo y la inversión de portafolio desestimula los flujos de corto plazo



- Adicionalmente, riesgo acotado de liquidez en dólares del sistema financiero por medidas regulatorias previamente adoptadas:
 - No dolarización financiera
 - Intermediarios locales solo pueden utilizar financiamiento externo para efectuar préstamos en dólares o para cubrir operaciones activas de derivados sobre el dólar **a un plazo menor o igual que el del fondeo.**
 - Límite inferior de cero para la posición propia de contado



- Y algunas medidas cambiarias tenían un alcance más amplio que lo puramente cambiario:
 - ✓ Depósito al endeudamiento e inversión de portafolio: Complemento del encaje interno; reduce el riesgo de liquidez externa al desestimular las entradas de capitales de **corto plazo**
 - ✓ PBA: Reduce el riesgo de contraparte de los intermediarios financieros.
 - ✓ Posición propia de contado: Mitiga el riesgo de liquidez en dólares de los intermediarios financieros



III. Resultados



1. Moderación del crecimiento del crédito



Reduce (no elimina) el riesgo crediticio del sistema financiero

2. Sistema financiero líquido y con herramientas para suministrar liquidez

- Sistémicos: encajes y OMAS o REPOS
- Individuales: prestamista de última instancia



3. Moderada exposición cambiaria del sistema financiero y sector real

- Posible flotar
- No “comercial mexicana”
- No descalces de liquidez en dólares (≠ Chile y Brasil)
- No movimientos especulativos contra el peso (reservas ayudan).



4. Control de exceso de gasto y endeudamiento, pero en 2008 fuerte choque de oferta

- Mayor contracción del gasto y producción frente a la esperada.
- Aumento de la inflación y las expectativas de inflación. Incumplimiento de la meta



IV. Hacia adelante



- Perspectivas influidas por:
 - Crisis financiera internacional
 - Reversión o moderación del choque de precios



Crisis mundial:

- Menor demanda de exportaciones y deterioro de los términos de intercambio.
- Menor crecimiento de las remesas y de la IED.
- Mayor aversión al riesgo y encarecimiento del crédito externo.



Reversión o moderación del choque de precios relativos

- Menor inflación
- Mayor crecimiento

Pregunta clave:



¿Puede la política monetaria ser contracíclica?

Ya están operando elementos contra cíclicos

1. Flotación (posible por bajos descalces cambiarios y alto nivel de reservas). Estimula el sector transable



2. Alivio a la restricción sobre el crecimiento del crédito:

- Reducción de encajes
- Desactivación del depósito sobre endeudamiento externo
- Liquidez abundante



¿Y las tasas de interés del BR?

- Necesario anclar las expectativas
- Aumento de la meta puntual de 4,0% a 5,0%, pero compromiso de converger a la meta de largo plazo en 2011
- Política monetaria de hoy y de próximos meses afectará con mayor fuerza la inflación de 2010 en adelante



Momento y velocidad de reducción de las tasas de interés dependerá de:

- ✓ Evolución de las expectativas de inflación y formación de precios y salarios en 2009
- ✓ Efectos de la crisis internacional sobre el crecimiento y la tasa de cambio
- ✓ Efectos de la reversión/moderación de los choques de precios relativos

