

La política monetaria en Colombia durante la crisis mundial: la posibilidad de seguir remando contra la corriente

Por: José Darío Uribe¹

Agradezco a la Asociación Bancaria la invitación que me hizo para participar en este seminario y felicito a sus directivas por su organización. Un saludo a los conferencistas y muy especialmente al Profesor Rogoff, quien por segunda vez en el último año nos visita para aportar su conocimiento sobre lo que está ocurriendo en la economía mundial, y las perspectivas. Los retos que enfrentamos son muchos y complejos, y el Profesor Rogoff es una autoridad mundial en el tema que nos ocupa.

En la presentación analizaré cuatro puntos interconectados. El primero tiene dos elementos, uno obvio y otro que me parece importante destacar. El obvio es que la crisis mundial nos está afectando, y mucho. El que quiero destacar es que ésta se ha transmitido a Colombia con menor intensidad que a muchas otras economías.

El segundo punto es que hasta este momento, y por primera vez en la historia de nuestro país, ha sido posible tener una política monetaria anti-cíclica cuando se enfrenta un choque externo negativo. Este margen de maniobra no es gratuito: se logró con decisiones de política monetaria y cambiaria tomadas en la época de bonanza.

¹ Gerente General del Banco de la República. Intervención en el Seminario “Colombia en la Recesión Global ¿Qué Hacer? II Seminario Perspectivas Economía Mundial y sus Implicaciones para Colombia”

Tiene además que ver con la actual estabilidad financiera de Colombia, que tanto nos diferencia de lo que está ocurriendo en el mundo industrializado. El esquema de inflación objetivo ha servido bien al país y es simétrico: actúa de manera anti-cíclica en la parte del boom y del bajo crecimiento.

El tercero es recordar que la intensidad de la política monetaria anti-cíclica dependerá de la velocidad con que caigan las proyecciones de inflación y las expectativas de inflación, y que en esto todos los sectores de la economía tenemos que contribuir. Si hay una reducción significativa de las presiones inflacionarias, la Junta del Banco puede seguir con su política de impulso monetario y ayudar de esa manera a que la economía colombiana salga lo mejor librada posible de esta crisis.

Por último concluyo afirmando que, a diferencia de muchos países, tanto industrializados como emergentes, el crecimiento económico colombiano en 2009 será positivo. El valor específico de la cifra de crecimiento dependerá de lo que ocurra en la economía mundial, de las acciones de política, y de la respuesta del sector privado a los retos que enfrentan. La inflación, además, terminará en el rango meta (5%+/- 0.5pp.).

1. La recesión mundial nos está afectando menos que muchos otros países

La recesión mundial se transmite a las economías emergentes a través de múltiples canales, unos reales y otros financieros.

Los canales reales son fundamentalmente tres: las exportaciones, las remesas y la confianza.

Los canales financieros son, a su vez, de dos tipos. Uno directo, al encarecerse y/o reducirse la disponibilidad de ahorro externo para las empresas, los gobiernos o los bancos. Otro indirecto, a través de los bancos extranjeros, el mercado de deuda y los precios de los activos.

A continuación voy a hacer unos breves comentarios sobre cada uno de estos canales.

- A. *Reales*. Las exportaciones han perdido dinamismo en los últimos meses. Los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación cayeron frente a su nivel record de mediados de 2008; sin embargo, excepto el petróleo, el resto superan los niveles observados en 2007. Más aún, en lo que va corrido de 2009 han permanecidos relativamente estables, excepto el café que ha aumentado.

De todas maneras, las exportaciones en 2009 van a ser significativamente menores a las de 2008, pero no debemos olvidar que ellas pesan un poco menos del 20% del PIB. Por este canal Colombia se verá afectada en menor magnitud que economías más abiertas (ej. las asiáticas).

En cuanto a las remesas, en Colombia crecieron en 2008 más que en el resto de América Latina. Sin embargo, en los últimos meses se han desacelerado. Su peso en el PIB es cercano al 2% y el poder de compra en pesos de los receptores se ha visto favorecido por la fuerte devaluación del peso.

La confianza muestra un fuerte deterioro. Tanto la de los empresarios como la de los consumidores. En la medida que es un fenómeno observado en la gran mayoría de países, es de esperar que su origen tenga un componente externo común, la recesión mundial. La confianza afecta fuertemente las decisiones de gasto y endeudamiento y, a través de estos canales, el crecimiento económico.

Sobre este punto, sin embargo, quisiera hacer dos comentarios positivos. El primero es que, al menos hasta septiembre de 2008, la inversión privada crecía a una tasa anual de dos dígitos. Además, los últimos datos disponibles de importaciones muestran un crecimiento fuerte de los bienes de capital.

El segundo tiene que ver con las familias. El ingreso disponible de los hogares recibirá un impulso importante por la caída en los precios de los alimentos y la estabilidad en los precios de los combustibles. Esto es muy importante ya que en 2008, parte de la desaceleración observada tuvo su origen en el efecto de los choques de precios sobre el ingreso disponible real.

La reducción de las tasas de interés y algunas transferencias fiscales a los más pobres también defenderá el ingreso disponible de la gente. A su vez, el aumento en el precio internacional del café, en compañía de la fuerte devaluación del peso, incrementa el ingreso cafetero y apoya el poder de compras de varios cientos de miles de familias colombianas.

B. Financieros. En cuanto al canal financiero *directo*, al igual que en otros países, el costo del endeudamiento externo ha aumentado y los flujos de ingresos son menores. La inversión extranjera directa en lo corrido de este año es menor al nivel record de 2008 pero superior a la de 2007. Así mismo, las líneas de crédito externo de los bancos han disminuido de manera moderada pero las empresas parecieran estar teniendo alguna dificultad para conseguir recursos en el exterior.

En relación con los canales financieros *indirectos* lo más destacable es lo siguiente. Los bancos extranjeros tienen una participación de 22% en los activos totales del sistema, y los de mayor peso no son bancos muy expuestos a activos tóxicos. No debemos esperar en estos bancos un comportamiento muy diferente al de los bancos nacionales.

Por su parte, en Colombia no existe un mercado interbancario en dólares como tal. Por lo tanto, en el país no se han presentado problemas de liquidez en moneda extranjera como los ocurridos en

otras economías de la región. Estos problemas, además, les han generado grandes volatilidades en las tasas de interés.

Por último, como comenté anteriormente, el peso se ha devaluado fuertemente, sin comprometer las metas de inflación ni la estabilidad financiera, y los precios de las acciones han caído el último año bastante menos que en otros países. Además, los precios de los títulos de deuda pública han tenido en lo corrido de 2009 una valorización significativa.

Recapitulando tenemos: i) Colombia va a recibir un fuerte golpe de la recesión mundial, pero menor al de muchos otros países; ii) a diferencia de lo que ocurrió a fines de los años 90s, los capitales siguen fluyendo a Colombia, aunque a un menor ritmo. iii) varios de los canales de transmisión de la crisis a las economías emergentes no están operando en Colombia, o lo hacen de una manera moderada; y iv) los factores externos parecieran estar afectando la confianza de los hogares y de las empresas de una manera desproporcionada. Esto es preocupante ya que afecta el gasto agregado y el acceso al crédito y, a través de estos canales, el crecimiento económico.

2. Podemos tener una política monetaria anti-cíclica

No todos los bancos centrales pueden aplicar con éxito una política monetaria anti cíclica. En economías pequeñas y (semi)abiertas como la colombiana, se necesitan varias condiciones, entre las que quisiera destacar las tres siguientes:

- La credibilidad de la política monetaria. Esto es esencial para anclar las expectativas cerca de las metas. Con expectativas de inflación controladas, la moneda local puede devaluarse y el banco central bajar sus tasas para reducir el impacto negativo del choque externo.
- Posición y manejo adecuado de la liquidez externa. La intensidad del contagio de la crisis externa disminuye con altos niveles de reservas internacionales, bajo endeudamiento externo de corto plazo y límites a los descalces de plazos y monedas.
- La solidez financiera de intermediarios, firmas y hogares. Con un nivel manejable de endeudamiento de las empresas y las familias y un sistema financiero capitalizado, provisionado y rentable se preserva la potencia de la política monetaria para impulsar la economía y se absorbe con menor traumatismo el choque externo.

Estas condiciones deben ser construidas en la parte alta del ciclo económico. Eso fue precisamente lo que hicimos entre abril de 2006 y julio de 2008 con las siguientes medidas de política:

- Incrementar 400 pbs. las tasas de interés entre abril de 2006 y julio 2008 Esto ayuda a contener el crecimiento del gasto y el endeudamiento y ancla las expectativas de inflación a las metas.

- Reducir la capacidad del sistema financiero de ofrecer crédito mediante aumentos de los encajes bancarios, al tiempo que la Superintendencia Financiera elevaba los requisitos de provisiones a las entidades de crédito.
- Imponer límites al endeudamiento externo privado y a los descalces cambiarios mediante los controles de capitales y los límites al riesgo de contraparte en los mercados de derivados cambiarios.
- Acumular montos considerables de reservas internacionales sin defender un piso o fijar la tasa de cambio.

Estas medidas están rindiendo sus frutos. Hoy la economía colombiana es menos vulnerable que en crisis anteriores y el Banco de la República ha podido adelantar acciones para reducir algunos de los efectos visibles de la crisis. En primer lugar, la Junta Directiva elevó la meta de inflación de 2009 con el fin de acomodar una reversión gradual de los choques de oferta sufridos en 2008 y evitar una volatilidad excesiva del producto ante el deterioro progresivo de la economía mundial. En segundo lugar, el Banco ha permitido que la moneda flote, con escasas ventas de reservas internacionales, y ha relajado la política monetaria mediante una reducción de las tasas de interés de 200 pbs., desde diciembre de 2008. También disminuyó los encajes y desactivó el requisito de depósito sobre el endeudamiento externo en octubre de 2008. Esto representa, hasta el momento, una

ruptura destacable con la respuesta tradicional de la política monetaria ante choques externos.

3. La intensidad de la política monetaria anti-cíclica depende de todos

Los menores precios internacionales de los productos básicos y la debilidad de la demanda agregada deben llevar a una reducción significativa de la inflación y sus expectativas. En la medida que esto ocurra, la política monetaria puede ser anti-cíclica e impulsar el crecimiento económico. Pero como es de esperar, mientras más rápido y fuerte caiga la inflación y las expectativas de inflación, más fuerte podrá ser el impulso monetario a la economía.

Debemos recordar, sin embargo, que la tasa anual de inflación en Colombia y en otros países de la región, a pesar de haber caído en meses pasados, sigue alta. En febrero, luego de disminuir más de 70 pb., se situó en 6.47%, superior en más de un punto porcentual el límite superior del rango meta. Este nivel alto de inflación refleja varios factores:

- Los menores precios internacionales de los productos básicos deben trasladarse, al menos parcialmente, al consumidor colombiano. Sin embargo, el impacto sobre los precios internos de estos bienes depende de muchos factores, incluyendo la tasa de cambio, otros costos y los márgenes de las empresas.

- El efecto del debilitamiento de la demanda interna sobre la inflación ha sido bajo y lento. Es más, los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados se encuentran actualmente en un nivel similar al de hace un año y subieron un poco el mes pasado. Esto está asociado a la existencia de mecanismos de indexación y a una respuesta tímida a los cambios en las condiciones de demanda.
- Se ha observado incrementos altos en precios de bienes o servicios regulados o no directamente expuestos a gran competencia. El aumento en los precios de algunos servicios públicos ha sido considerable y, a pesar de la fuerte caída en los precios internacionales del petróleo, el precio de la gasolina se ha mantenido estable.

Necesitamos entonces disminuir las presiones inflacionarias. De esta manera, la política monetaria podrá contribuir de manera más eficiente a la estabilidad del producto alrededor de su componente de tendencia de largo plazo. En la medida en que todos los sectores de la economía (empresarios, gobiernos y trabajadores) respondan a los menores precios internacionales y al debilitamiento de la demanda, y no agreguen presiones inflacionarias adicionales o innecesarias, el Banco de la República podrá actuar en la dirección y con la velocidad deseada.

4. Crecimiento del PIB positivo e inflación en el rango meta

Nosotros no podemos hacer nada para cambiar la tendencia que lleva la economía mundial, la cual, muy probablemente, tendrá un crecimiento negativo este año. Lo que sí podíamos hacer, e hicimos en el Banco de la República, fue prepararnos para enfrentar en condiciones apropiadas un choque externo negativo. El aumento en las tasas de interés, la imposición del encaje marginal, los controles de capitales, la acumulación de reservas internacionales y las limitaciones a los descalces de monedas y plazos, todos ayudaron a evitar crecimientos insostenibles del gasto y el endeudamiento, hicieron la economía más resistente a un choque externo negativo y permitieron contener las presiones inflacionarias provenientes de los choques de oferta.

El margen de acción monetario está siendo utilizado. Eliminamos el encaje marginal, reducimos el ordinario y bajamos 200 pb. la tasa de interés. La reducción de tasas del Banco de la República se está trasladando con rapidez a tasas de mayores plazos, y a diferencia de lo que está ocurriendo en muchos otros países, los canales de transmisión de la política monetaria se están actuando. Además, el peso se ha devaluado más de 40% desde el menor nivel alcanzado en junio de 2008, la más alta devaluación que se ha visto en el país en décadas, sin comprometer el logro de las metas de inflación y la estabilidad financiera. La tasa de cambio está cumpliendo su papel de contribuir a suavizar el ciclo económico.

Para poder hacer un mayor uso de la política monetaria como estabilizador de producto es fundamental que todos los sectores de la economía respondan a una demanda externa e interna débil y no

agreguen presiones inflacionarias a la economía. Así mismo, y teniendo en cuenta que este evento ha sido organizado por la ASOBANCARIA, debemos recordar que Colombia cuenta con una banca fortalecida, y que, por lo tanto, manteniendo un adecuado manejo de riesgo de crédito, puede apoyar el crecimiento.

Con base en todas estas consideraciones creo que Colombia, a diferencia de un gran número de países, va a tener en 2009 un crecimiento positivo y una inflación en el rango meta.

Muchas gracias,

Bogotá, Marzo 13, 2009