

# REACCIÓN DE LA POLÍTICA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN UN AMBIENTE DE PÁNICO FINANCIERO INTERNACIONAL

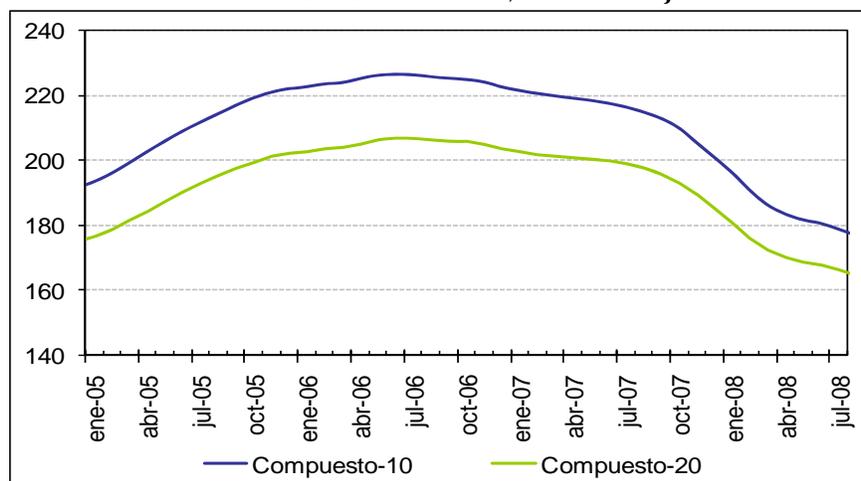
Por José Darío Uribe E.  
Hernando Vargas H.\*

## I. DE LA CRISIS SUBPRIME A LA CRISIS GLOBAL

La crisis financiera desatada en los Estados Unidos en agosto de 2007 con el colapso de los llamados créditos hipotecarios *subprime* tuvo efectos importantes en la actividad real de ese país y los mercados financieros internacionales. Los precios de la vivienda se desplomaron desde los niveles record alcanzados en junio de 2006 (Gráfico 1), produciendo una gran desvalorización del colateral de una porción importante de la deuda de los hogares y limitando su capacidad de apalancamiento. En consecuencia, los hogares se vieron forzados a elevar su ahorro y el crecimiento del consumo empezó a declinar. Simultáneamente, la caída de los precios de la vivienda reforzó el declive en la inversión residencial que se venía observando desde 2006. Como resultado, el crecimiento del producto se redujo desde el cuarto trimestre de 2007 (Gráfico 2).

Gráfico 1

Índice de precios de vivienda en 10 y 20 áreas metropolitanas en los Estados Unidos (S&P) Case Shiller, enero 2005-julio 2008

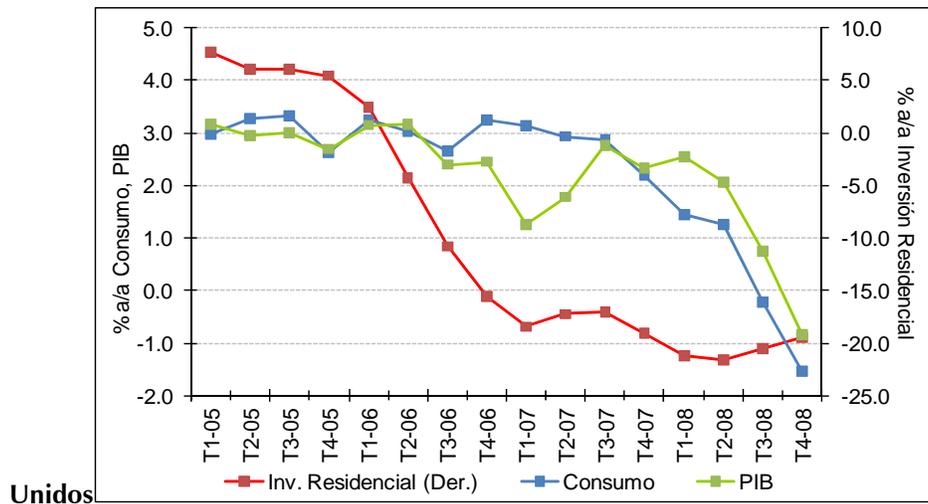


Fuente: Thomson Datastream, Standard and Poors.

\* Los autores son, en su orden, gerentes General y Técnico del Banco de la República. Los puntos de vista expresados en este documento son responsabilidad exclusiva de sus autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico 2

**Crecimiento anual de rubros del PIB de los Estados Unidos**

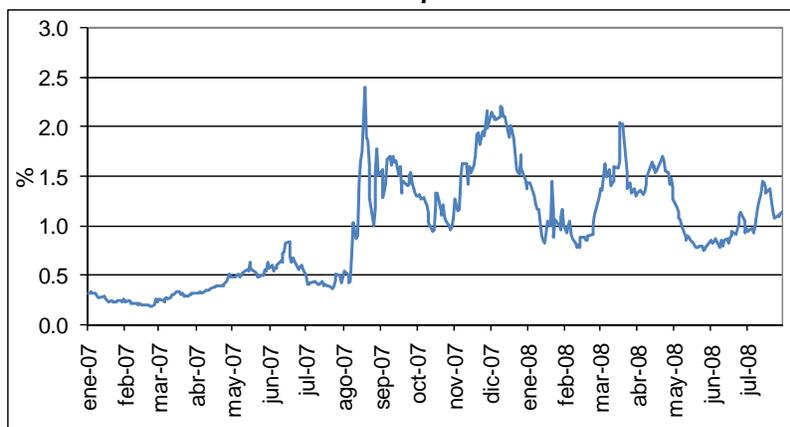


Fuente: Thomson Datastream, Bureau of Economic Analysis

Por otra parte, la crisis *subprime* impactó fuertemente a los mercados financieros internacionales, al restringir (y en algunos casos desaparecer) la liquidez en varios de ellos. La incertidumbre sobre la calidad del colateral o sobre el riesgo crediticio de las contrapartes limitó severamente las transacciones y produjo un disparo de las tasas de interés de varios instrumentos del mercado respecto a las de activos de bajo riesgo, como los títulos del Tesoro de los Estados Unidos (Gráfico 3). La respuesta de las autoridades económicas de los Estados Unidos incluyó una rápida reducción de las tasas de interés, la provisión de liquidez a mayor plazo y contra colaterales de menor calidad, y transferencias de recursos fiscales a los hogares para reactivar el consumo.

Gráfico 3

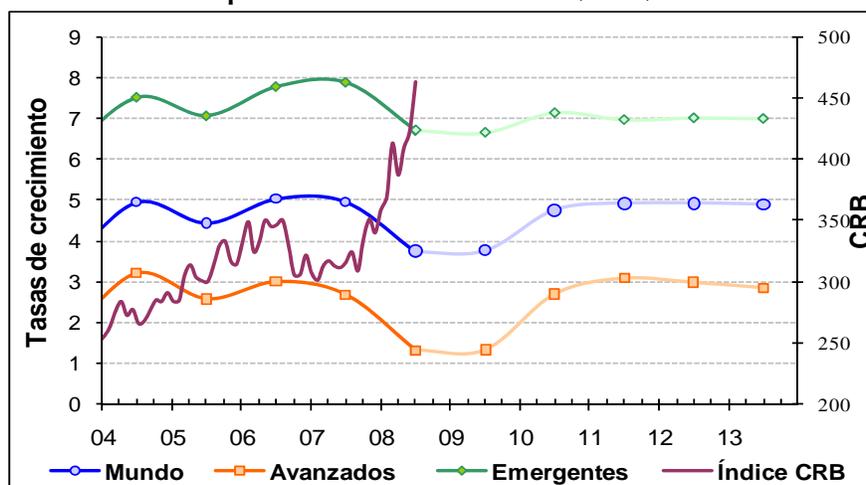
**TED spread\***



\* Margen entre la tasa de interés Libor y la tasa de interés de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos a tres meses. Fuente: Bloomberg.

No obstante, hasta agosto de 2008, la crisis financiera *subprime* no se consideraba una crisis económica global. De hecho, se observaba con sorpresa que en medio de una desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos y Europa, el crecimiento en el resto del mundo se mantenía robusto y los precios de los bienes básicos (*commodities*) alcanzaban niveles cada vez mayores (Gráfico 4). Los acontecimientos de septiembre de 2008 cambiarían esta situación dramáticamente.

Gráfico 4  
Tasas y pronósticos de crecimiento FMI (en abril 2008) e índice de precios de los bienes básicos (CRB\*)



\*Índice del Commodity Research Bureau.

Fuente: IMF World Economic Outlook, Bloomberg

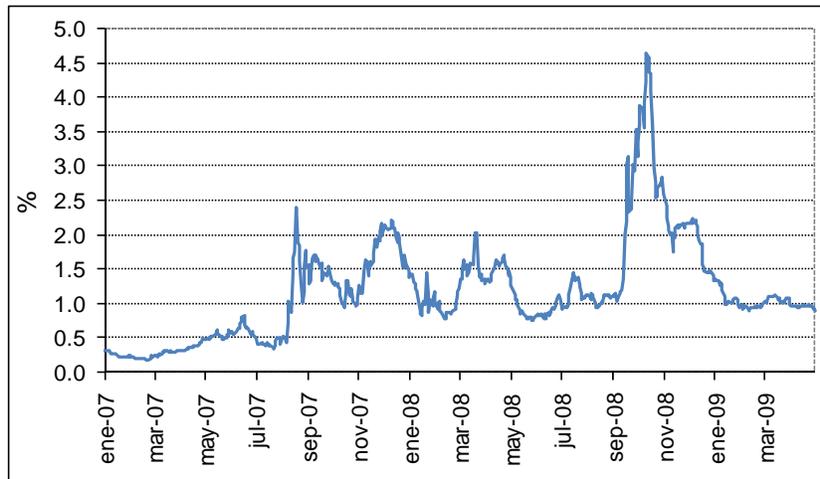
En dicho mes el banco de inversión estadounidense Lehman Brothers enfrentó serios problemas para refinanciar sus pasivos, ante la incertidumbre de sus acreedores sobre la calidad de su activo. Las autoridades de los Estados Unidos permitieron la quiebra del banco, generando pérdidas importantes a sus acreedores. Este fue un cambio importante respecto a la decisión de rescatar al banco Bear Stearns unos meses atrás. La señal para los mercados fue confusa, por cuanto no era claro el criterio con el cual se rescataba a una entidad y se dejaba quebrar a otra. Como consecuencia, se exacerbó la incertidumbre sobre la posibilidad de quiebra de varias instituciones con activos “tóxicos” en su haber. La situación se tornó todavía más complicada cuando un gran plan de rescate financiero esbozado por las autoridades fue considerado insuficiente y poco claro por parte del público. Los mercados percibieron, además, que las condiciones del sistema eran mucho peores de lo pensado<sup>1</sup>.

Estos eventos tuvieron un impacto impresionante en los mercados financieros y en la economía mundial. Las primas de riesgo se dispararon (Gráfico 5) y aún los mayores bancos y empresas mundiales enfrentaron serios problemas para financiar su capital de trabajo. La restricción

<sup>1</sup> Taylor, John. “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, Keynote Address at the Bank of Canada, November, 2008, p. 17.

crediticia a otros niveles se acentuó (Gráfico 6) y los precios de todos los activos (no solo la finca raíz) se desplomaron (Gráficos 7 y 8).

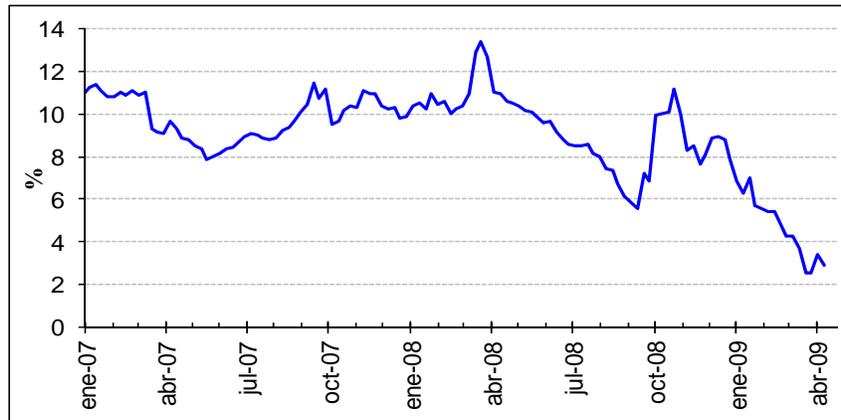
Gráfico 5  
TED Spread\*



\* Margen entre la tasa de interés Libor y la tasa de interés de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos a tres meses.

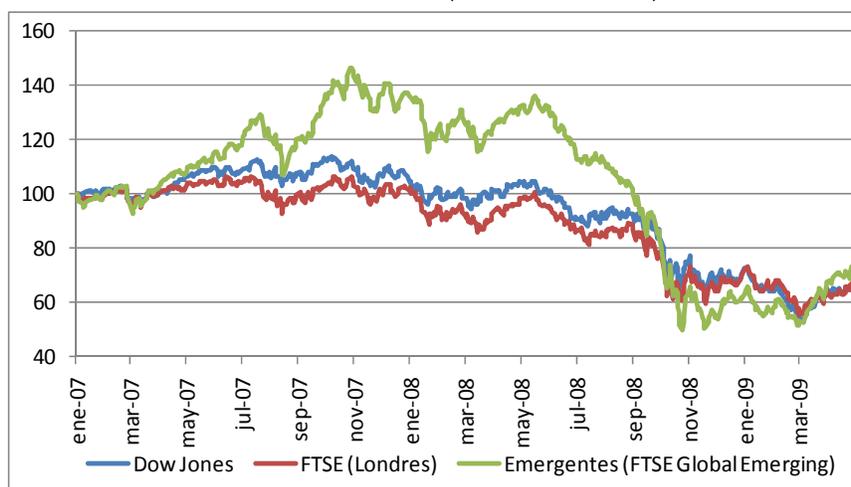
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6  
Crecimiento nominal del crédito bancario en los Estados Unidos  
(variación anual)



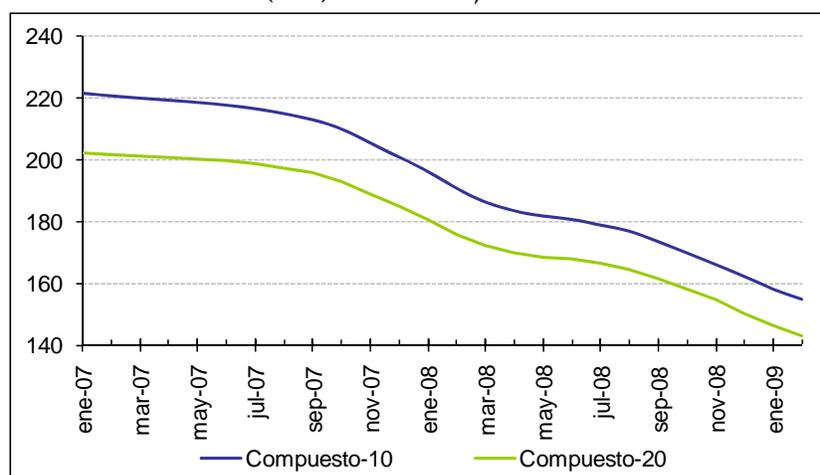
Fuente: Thomson Datastream, Federal Reserve

Gráfico 7  
Índices accionarios (enero 2007=100)



Fuente: Bloomberg, cálculos Banco de la República.

Gráfico 8  
Índice de precios de vivienda en 10 y 20 áreas metropolitanas en los Estados Unidos (S&P) Case Shiller, enero 2007-febrero 2009

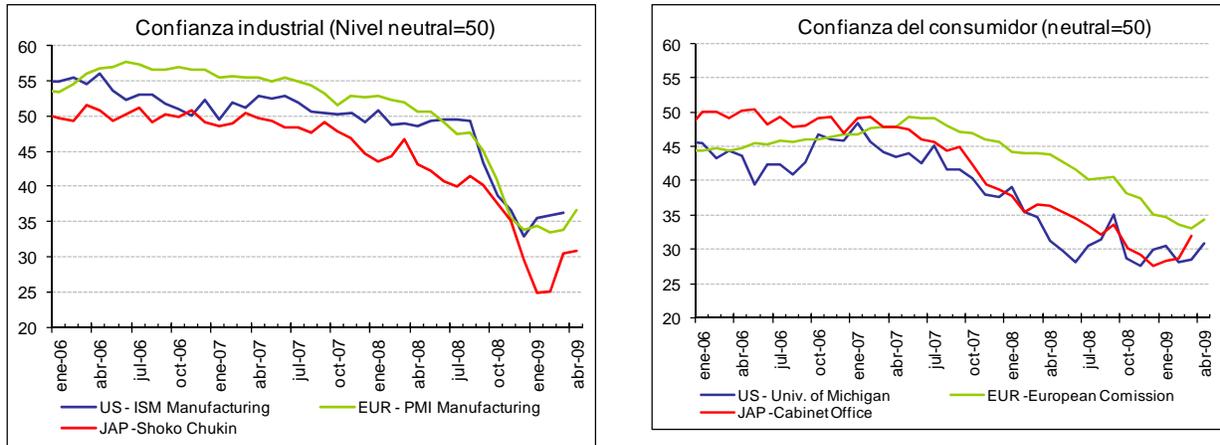


Fuente: Thomson Datastream, Standard and Poors.

El efecto de estos hechos en la economía real no se hizo esperar. El gasto agregado (consumo e inversión) a nivel mundial cayó rápidamente durante 2008, como consecuencia del hundimiento de la confianza de firmas y hogares, y de la pérdida de riqueza causada por el colapso de los precios de los activos (gráficos 9 y 10). Con la caída del gasto vino la del producto y el comercio mundial (Gráfico 11). El pronóstico de crecimiento mundial del FMI para 2008 y 2009 pasó de 3,7% y 3,8% en abril de 2008, a 3,9% y 3,0% en octubre de 2008, y a -1,3% para 2009 en abril de 2009. El mundo entró en recesión y la crisis *subprime* se convirtió en una crisis global.

Gráfico 9

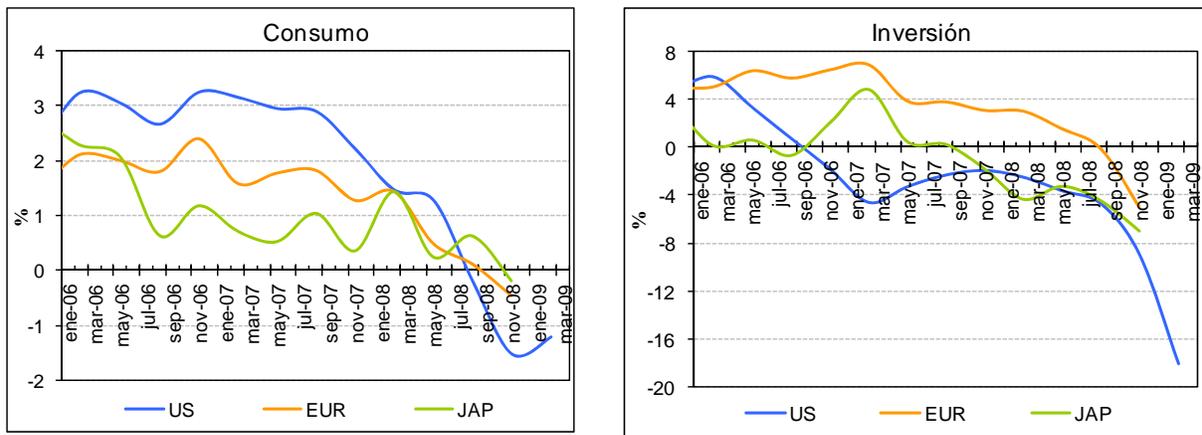
**Índices de confianza de empresas y consumidores en los Estados Unidos, Europa y Japón**



Fuente: Thomson Datastream, Reuters/University of Michigan, Insititue for Supply Management, Japan Cabinet Office, Shoko Chukin Bank.

Gráfico 10

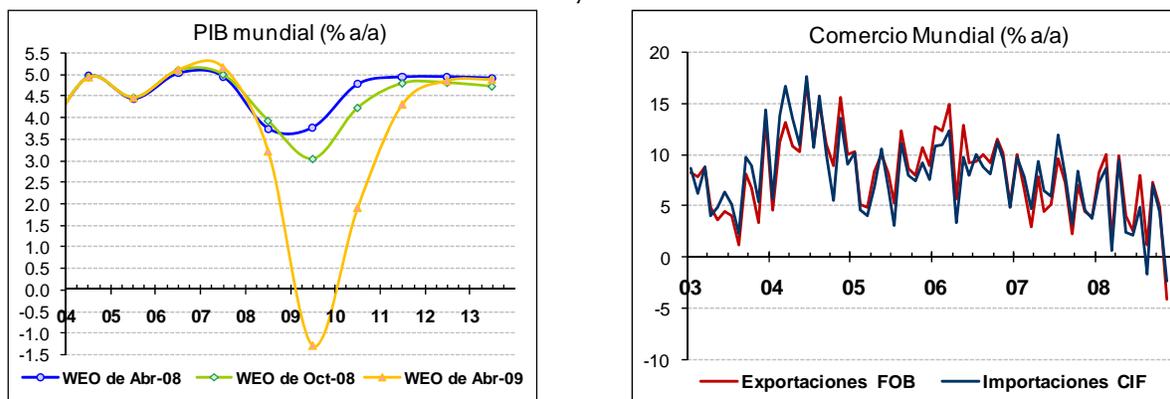
**Crecimiento anual del consumo e inversión en los Estados Unidos, Europa y Japón**



Fuente: Thomson Datastream, Bureau of Economic Analysis, Eurostat y Japan Cabinet Office.

Gráfico 11

**Crecimiento del PIB y del comercio mundial**

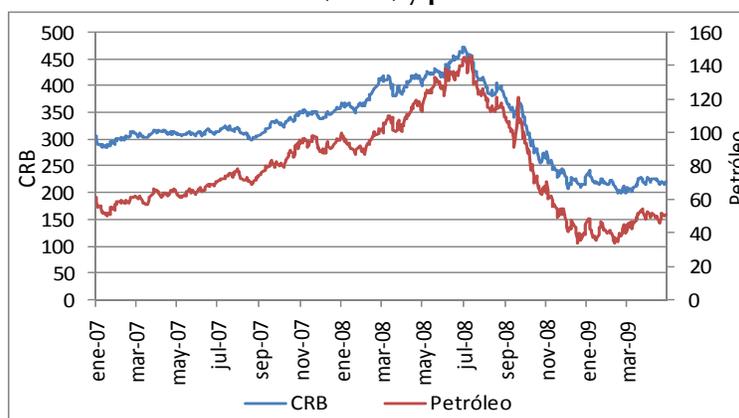


Fuente: Thomson Datastream, IMF World Economic Outlook.

Las consecuencias para los países emergentes han sido igualmente drásticas. Por una parte, las primas de riesgo soberano se dispararon, en la medida en que los inversionistas de todo el mundo huían de los activos riesgosos buscando refugio en los títulos del Tesoro de los Estados Unidos y el financiamiento externo de corto plazo (incluido el del comercio internacional) se restringió para muchos países. Por otra parte, los precios de varios bienes básicos (*commodities*) se redujeron rápidamente desde los niveles históricamente altos alcanzados en julio de 2008 (Gráfico 12). Para aquellos países exportadores de estos bienes esto implicó una reducción de sus términos de intercambio y de su ingreso nacional, así como un desestímulo a la inversión extranjera directa. Otros países emergentes sufrieron caídas históricas de sus exportaciones manufactureras (particularmente en Asia), induciendo reducciones dramáticas en la producción industrial y el empleo (gráficos 13 y 14). Finalmente, aquellos países que reciben sumas importantes de remesas de trabajadores en el exterior han visto su ingreso disminuido en la medida en que aumenta el desempleo en los países más ricos.

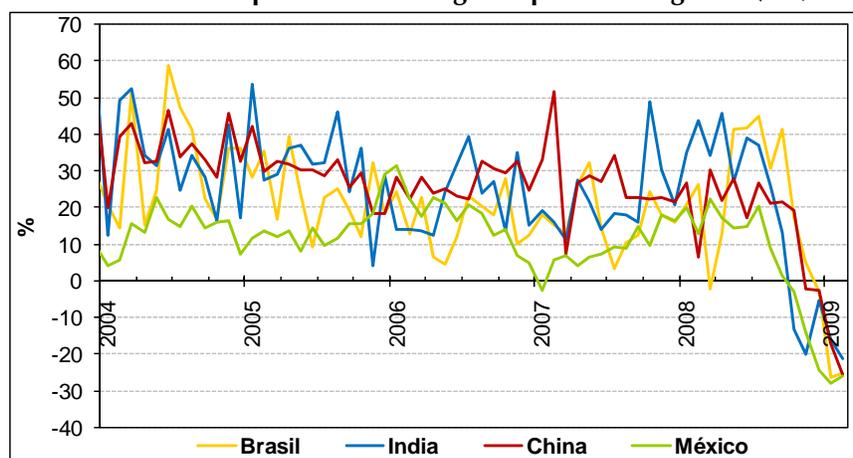
Gráfico 12

**Índice de precios de los bienes básicos (CRB\*) y precios internacionales del petróleo WTI**



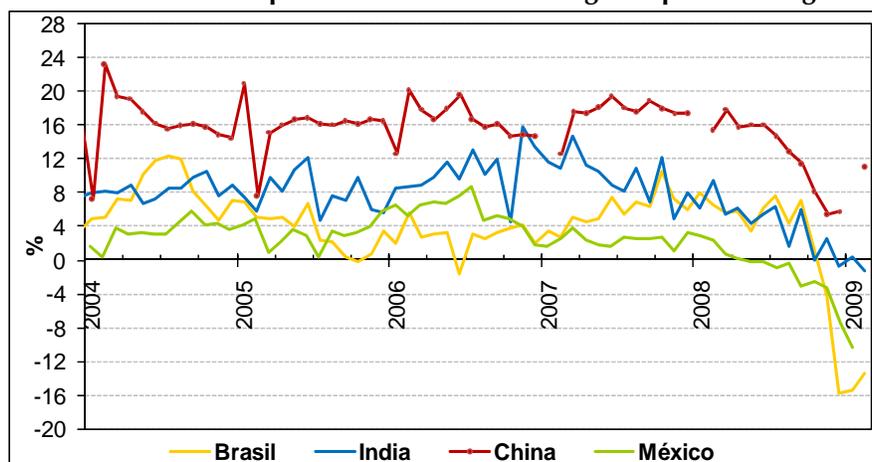
\*CRB: Índice del Commodity Research Bureau. Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13

**Variación anual de exportaciones de algunos países emergentes (US\$ FOB)**

Fuente: Thomson Datastream, Brasil: Banco Central Do Brasil, China: Nacional Bureau of Statistics of China, India: Reserve Bank of India, México: Banxico

Gráfico 14

**Variación anual de la producción industrial de algunos países emergentes**

Fuente: Thomson Datastream, Brasil: IBGE, China: Nacional Bureau of Statistics of China, India: India Central Statistical Organisation, México: INEGI.

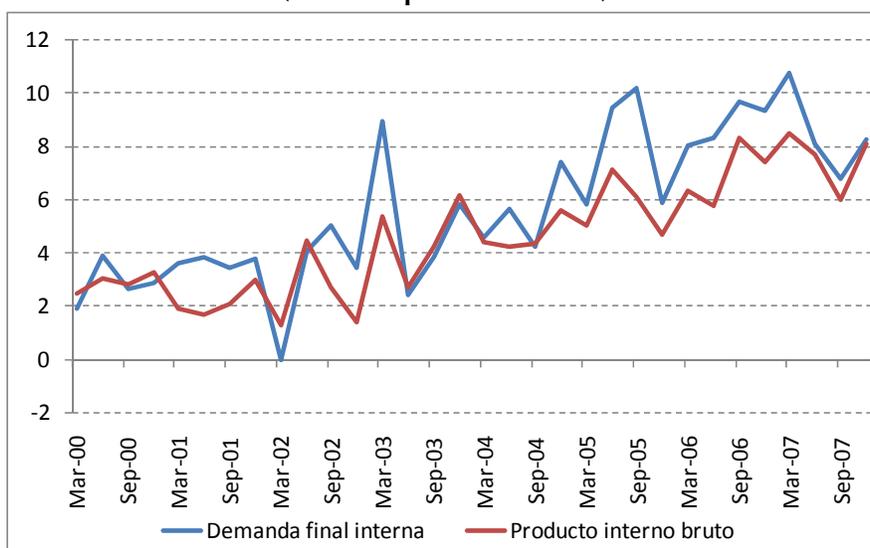
El resultado de estos eventos ha sido un debilitamiento económico generalizado en los países emergentes. Además de los golpes a la demanda externa y al ingreso nacional, la confianza de consumidores y empresarios ha caído sustancialmente en estos países, contribuyendo a la contracción de la demanda agregada y el producto. El encarecimiento del financiamiento externo, la reducción de los ingresos externos y la retirada de los capitales han inducido depreciaciones significativas de las monedas de estos países. La baja de los precios internacionales de los productos básicos (*commodities*) y contracción de la demanda interna y externa han influido para que las presiones inflacionarias que preocupaban a los bancos centrales durante 2008 se hayan desactivado rápidamente en 2009.

## II. LA CRISIS GLOBAL EN COLOMBIA: EFECTOS Y RESPUESTA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

### A. Estado de la economía colombiana en el momento de la crisis

En el momento en que la crisis financiera se torna global, la economía colombiana se encontraba ya en un proceso de desaceleración. En los dos años anteriores el gasto agregado y la producción habían alcanzado tasas de crecimiento insostenibles, aún en presencia de aumentos importantes en la inversión y la productividad (Gráfico 15). El crédito había alcanzado tasas de crecimiento real del orden de 27,5% y se registraban incrementos preocupantes en la inflación básica y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Gráfico 15  
Tasa de crecimiento del PIB y demanda agregada interna  
(variación porcentual anual)



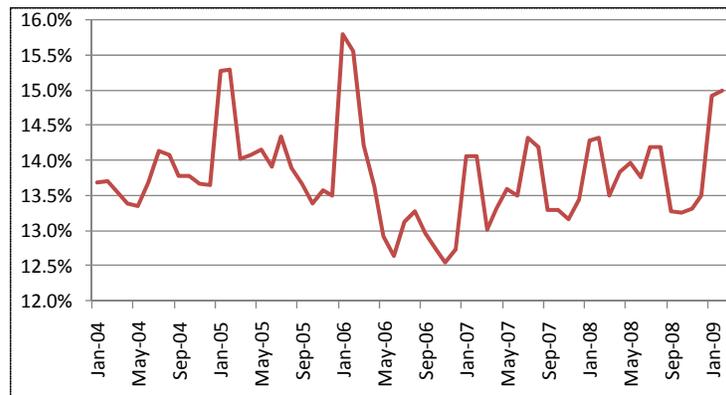
Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República.

La política monetaria había reaccionado en ese entonces mediante la elevación de las tasas de interés, la imposición de encajes marginales y la activación de controles de capitales con el fin de guiar a la economía hacia una senda de crecimiento sostenible. De este modo, parte de la desaceleración era un resultado buscado y conveniente. No obstante, en 2008 los fuertes aumentos de los precios de los alimentos no procesados y de los precios internacionales de los alimentos y la energía se transmitieron a los costos y precios internos, generando lo que se conoce como un “choque de oferta”, que involucró simultáneamente una desaceleración adicional inesperada de la producción y un aumento grande y sorpresivo de la inflación y las expectativas de inflación.

En resumen, cuando la crisis global se desata, la actividad económica en Colombia se desaceleraba por cuenta del efecto rezagado de la política monetaria, los choques de oferta y algunos factores puntuales como la imposición de restricciones comerciales en Venezuela y la lenta ejecución de la inversión pública regional. Al mismo tiempo, la inflación y las expectativas alcanzaban niveles muy por encima del rango meta de inflación del año (3,5%-4,5%) y del rango meta de inflación de largo plazo (2%-4%).

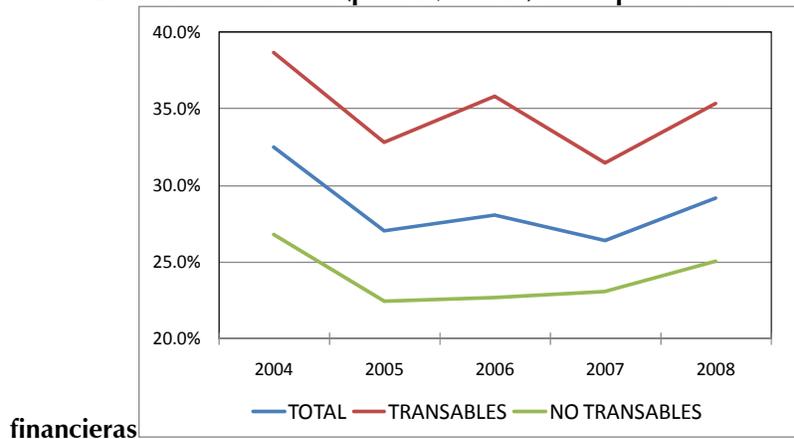
En cuanto a la estabilidad financiera, la crisis global nos encuentra con un sistema financiero sólido con niveles adecuados de liquidez, provisiones y capital (Gráfico 16), y un sector corporativo con bajos niveles de endeudamiento (Gráfico 17). El fuerte crecimiento del endeudamiento de los hogares se había contenido y los descaldes cambiarios o de plazos de los distintos agentes del sector privado eran bajos. Esta favorable situación se debía en buena parte a las políticas macro-prudenciales adoptadas por las autoridades en los años anteriores.

Gráfico 16  
Relación de solvencia del sistema financiero



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 17  
Endeudamiento total (pasivos/activos) de empresas no



Los sectores transables son: industria manufacturera, sector agropecuario, minas y canteras; los no transables son: construcción, comercio, hoteles y restaurantes, transporte, almacenamiento y telecomunicaciones, actividades inmobiliarias, electricidad, gas y agua y otros servicios.

Fuente: Superintendencia Financiera.

### B. Efectos de la crisis global sobre la economía colombiana

El agravamiento de la crisis internacional a partir del tercer trimestre de 2008 se manifestó en el deterioro de los términos de intercambio del país (cayeron rápidamente los precios de nuestras exportaciones) (Gráfico 18), el debilitamiento de la demanda de nuestras exportaciones (gráficos 19 y 20), la reducción de las remesas de trabajadores en el exterior (Gráfico 21), y el aumento de las primas de riesgo soberano (Gráfico 22).

Gráfico 18  
Términos de intercambio\*

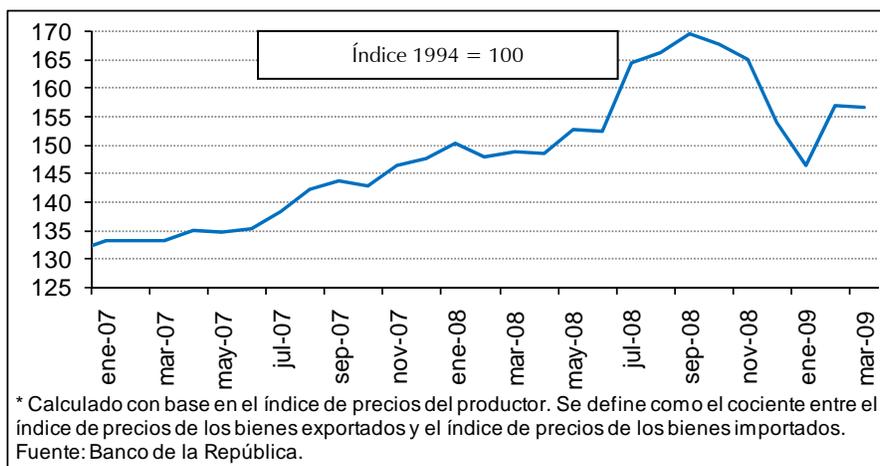
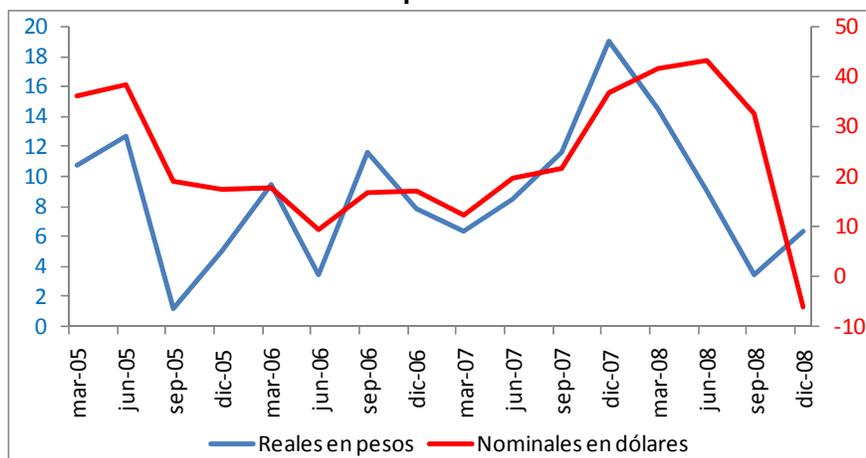
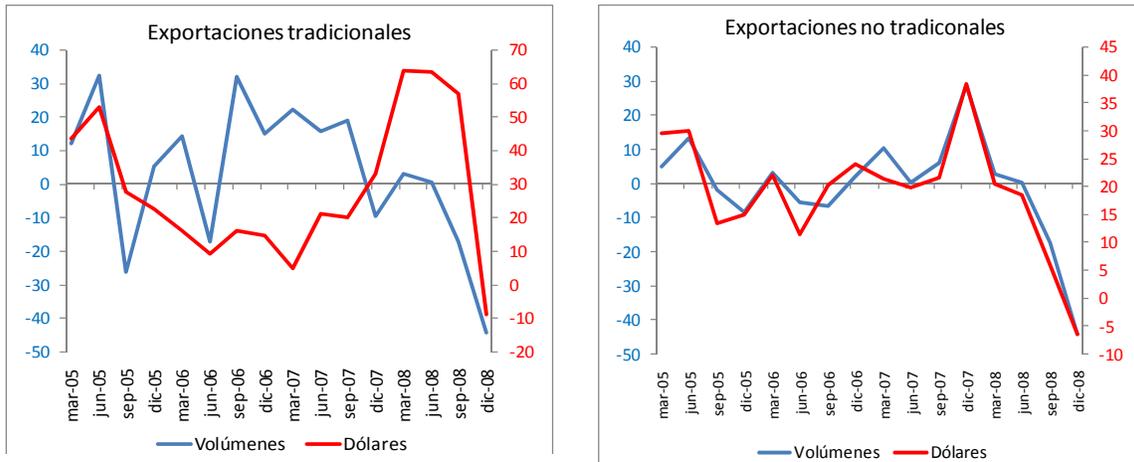


Gráfico 19  
Exportaciones totales de Colombia  
(variación porcentual anual)



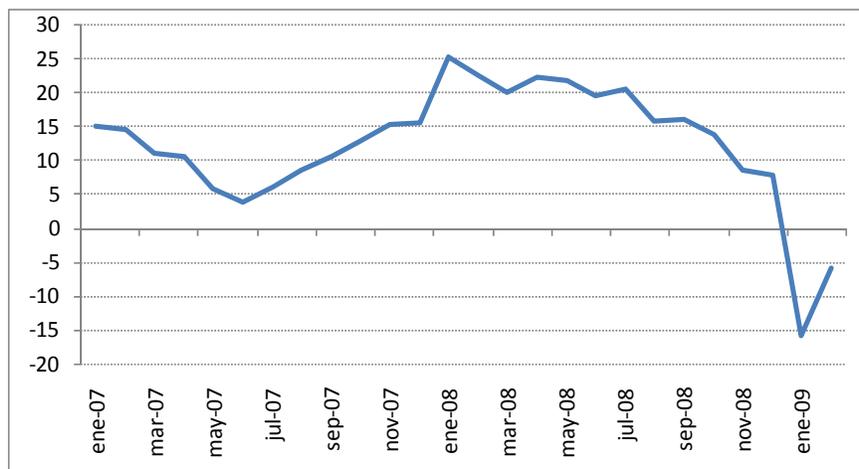
Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República

Gráfico 20  
**Exportaciones tradicionales y no tradicionales de Colombia**  
 (variación porcentual anual)



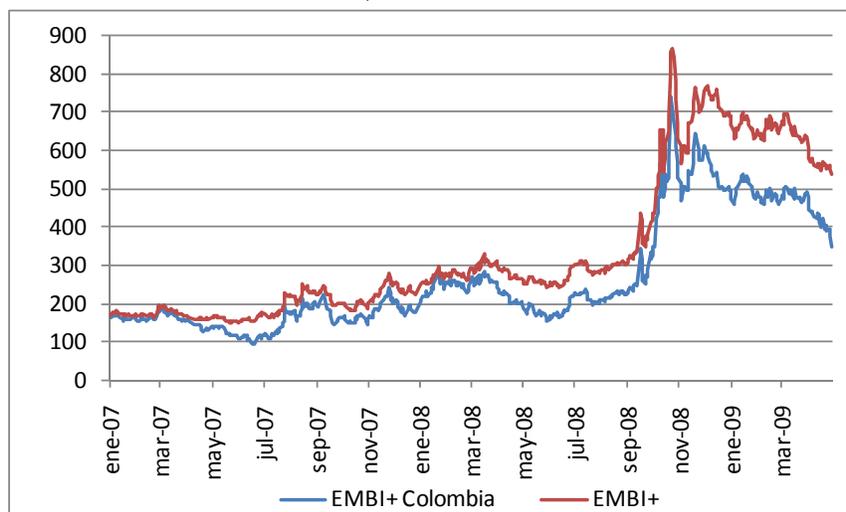
Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República

Gráfico 21  
**Ingresos de remesas de trabajadores en el exterior**  
 (variación porcentual anual)



Fuente: Balanza de pagos, Banco de la República

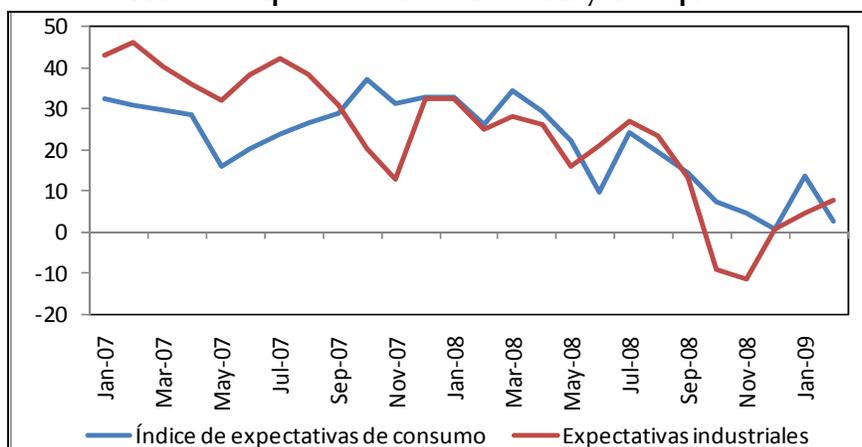
Gráfico 22  
EMBI+, EMBI+ Colombia



Fuente: Bloomberg.

A los efectos adversos de la crisis sobre el ingreso y la demanda externa se añadió un deterioro muy fuerte de las expectativas de empresas y hogares (Gráfico 23). El resultado fue una marcada desaceleración de la demanda agregada en la segunda parte del año (Cuadro 1), una caída del PIB y la producción industrial en el último trimestre respecto a igual período del año anterior (Gráfico 24) y un aumento de la tasa de desempleo (Gráfico 25).

Gráfico 23  
Índice de expectativas del consumidor y de empresas



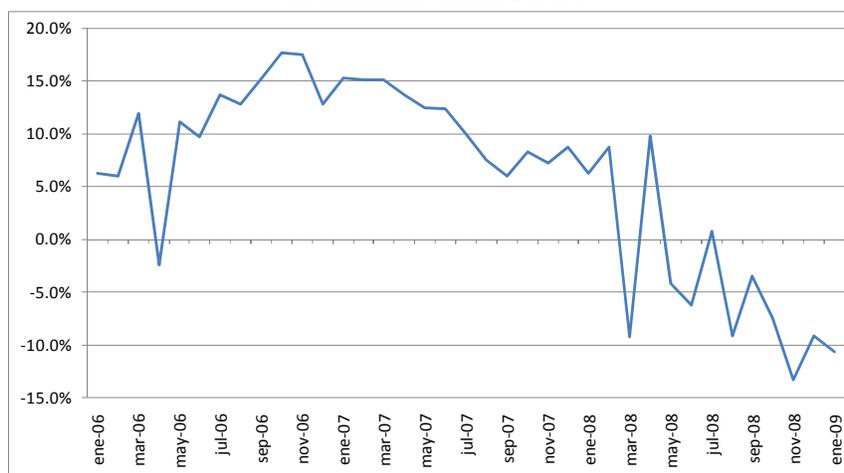
Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República.

Cuadro 1  
Crecimiento anual del PIB por tipo de gasto

	2006	I-2007	II-2007	III-2007	IV-2007	2007	I-2008	II-2008	III-2008	IV-2008	2008
Consumo final	6.2	7.9	6.3	6.9	6.6	6.9	3.6	2.8	1.4	1.3	2.3
Consumo de los Hogares	6.8	9.6	7.2	6.9	6.8	7.6	4.2	2.8	1.5	1.7	2.5
Consumo del Gobierno	4.2	2.3	3.0	6.9	5.8	4.5	1.4	2.9	1.2	-0.1	1.3
Formación bruta de capital	19.1	21.2	14.4	6.4	14.0	13.7	8.1	9.9	13.1	0.0	7.7
Demanda final interna	8.9	10.8	8.1	6.8	8.3	8.5	4.7	4.5	4.1	1.0	3.5
Exportaciones totales	8.0	6.3	8.4	11.6	19.0	11.4	14.5	9.0	3.4	6.3	8.1
Importaciones totales	16.2	17.0	10.0	12.8	15.8	13.9	12.9	9.4	8.1	10.3	10.1
<b>Producto interno bruto</b>	<b>6.9</b>	<b>8.5</b>	<b>7.7</b>	<b>6.0</b>	<b>8.1</b>	<b>7.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>2.5</b>

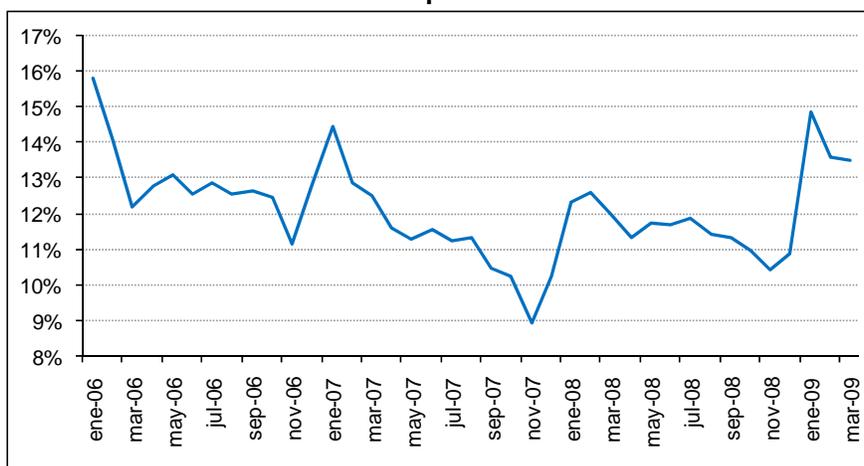
Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 24  
Crecimiento anual del IPI



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

Gráfico 25  
Tasa de desempleo en Colombia



Fuente: Bloomberg.

El peso colombiano, que venía devaluándose desde julio de 2008, experimentó una depreciación acelerada entre septiembre y noviembre, como resultado del aumento de la aversión al riesgo y la desmejora de las condiciones externas (Gráfico 26). Sin embargo, Colombia no enfrentó los problemas de liquidez externa que sufrieron otras economías emergentes como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, entre otras razones porque la regulación vigente impedía descalces de plazo en moneda extranjera en los bancos colombianos, limitaba el riesgo de contraparte en el mercado de derivados cambiarios y había restringido el endeudamiento externo de corto plazo del sector real. Por esta razón, la tasa de cambio peso/dólar no experimentó la volatilidad de otras monedas a finales de 2008 (Gráfico 27). De hecho, si bien las líneas de crédito externo de los bancos colombianos se han reducido, más lo ha hecho su utilización por parte de los residentes, debido al encarecimiento de las mismas y a la contracción del comercio internacional.

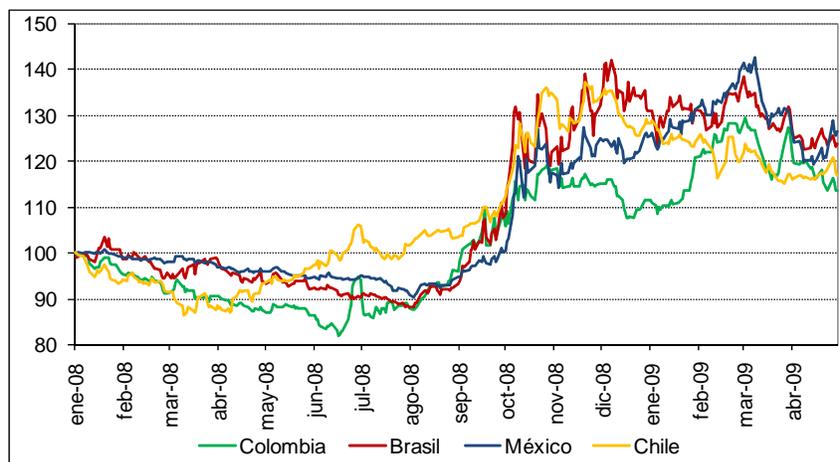
Gráfico 26  
Tasa de cambio nominal



Fuente: Bloomberg

Para 2009, se esperan menores entradas en la cuenta de capitales de la balanza de pagos por concepto de inversión extranjera directa (que alcanzó niveles históricamente altos en 2008) debido a los menores precios del petróleo y otros minerales, y a las menores perspectivas de negocios en Colombia y el mundo a raíz de la crisis global. Aparte de esto, sin embargo, no se han registrado salidas netas importantes de capital por parte del sector privado no financiero en lo corrido del año. El sector público, por su parte, ha efectuado importantes monetizaciones de recursos externos.

Gráfico 27  
Índices de tasa de cambio nominal (ene 2008 = 100)

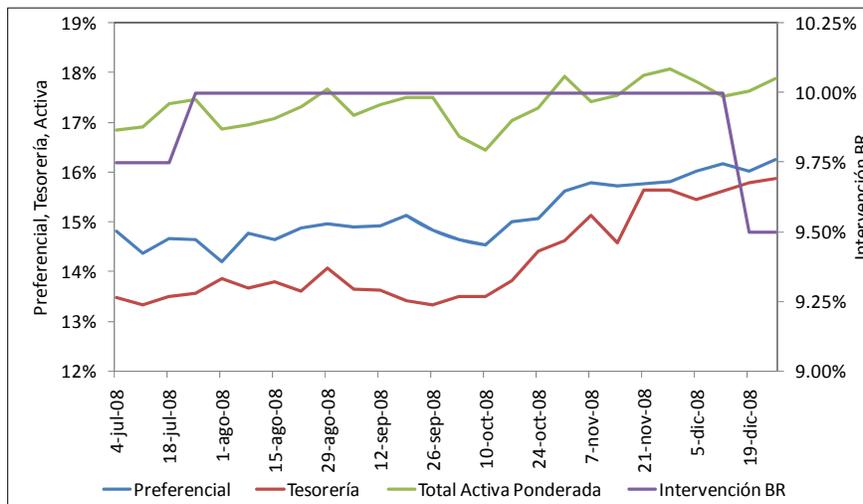


Fuente: Bloomberg, cálculos Banco de la República

Las mejores condiciones de oferta de alimentos primarios y la corrección de los precios internacionales de los alimentos y la energía han permitido reducciones de la inflación al consumidor, que pasó de 7,67% en diciembre de 2008 a 6,14% en marzo de 2009. La contención de los aumentos de las expectativas de inflación gracias a la política monetaria de los años anteriores y un bajo traspaso de la depreciación del peso a los precios internos han jugado también un papel en este sentido.

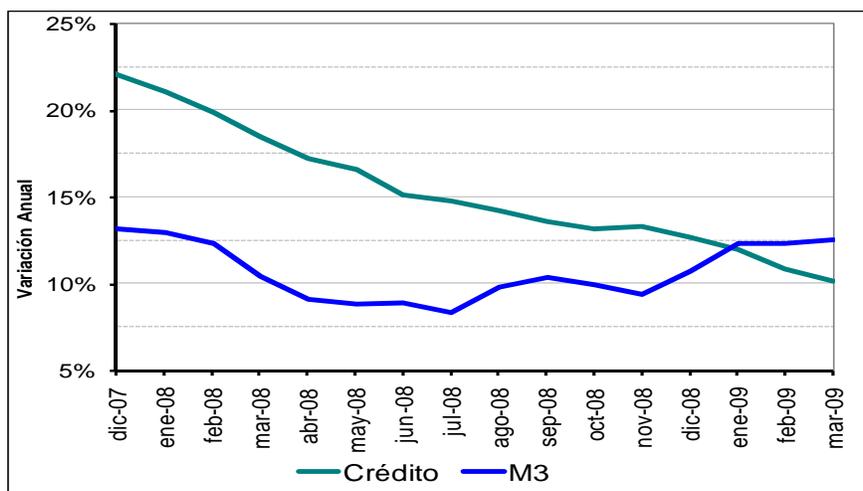
En cuanto al sistema financiero, los temores por los efectos de la crisis global y el encarecimiento del financiamiento externo se manifestaron en un aumento de las tasas de interés de los préstamos bancarios entre septiembre y diciembre de 2008, especialmente para los créditos de tesorería y preferenciales (Gráfico 28). Esta situación se ha corregido rápidamente en lo corrido del año, a partir de las reducciones en la tasa de interés del Banco de la República. Con la desaceleración económica, el crecimiento de la demanda de crédito comercial parece haber disminuido, al tiempo que los bancos han reducido su exposición al crédito de consumo, prefiriendo activos más seguros, como los títulos de deuda pública. Pese a lo anterior, y a diferencia de lo que sucede en varios países industrializados, en Colombia el canal de crédito sigue activo. La cartera total y los agregados monetarios registran crecimientos anuales muy por encima del PIB nominal (Gráfico 29).

Gráfico 28  
Tasas de interés



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República

Gráfico 29  
Crecimiento real anual de la cartera total y M3



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República

### C. Respuesta de política del Banco de la República

En este contexto, la respuesta de política del Banco de la República ha sido ágil, oportuna y coherente con el mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda. Para

entenderlo, conviene recordar la estrategia de política del Banco. El objetivo de la política es mantener la actividad económica alrededor de su senda sostenible de largo plazo. Esto implica evitar la conformación de desequilibrios que produzcan oscilaciones muy grandes y costosas del ingreso y el empleo. Requisitos para el logro de este objetivo son la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Por tal razón, el Banco utiliza sus instrumentos para alcanzarlas. Entre estos instrumentos se cuentan las tasas de interés de corto plazo, los encajes, la regulación cambiaria y los apoyos transitorios de liquidez. La operación de la política consiste entonces en ajustar los instrumentos de forma contracíclica para evitar desequilibrios pronunciados en las fases del ciclo económico. En medio de una expansión del gasto y del crédito, la política se ajusta (v. g. con aumentos en las tasas de interés, los encajes o controles de capitales) para evitar desbordes en estas variables que comprometan la inflación y la salud financiera de los agentes de la economía. Hacer esto permite que en la fase descendente del ciclo la política pueda relajarse para impulsar a la economía sin alterar las expectativas de inflación o los riesgos del sistema financiero.

De esta manera, cuando la crisis internacional se recrudeció después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y las condiciones crediticias internas se endurecieron, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo en octubre el encaje ordinario sobre los depósitos bancarios en 1 pp en promedio. El propósito era disipar los temores de un apretón de liquidez y mitigar el aumento de las primas de riesgo mediante una disminución del costo de la intermediación financiera. Con esta medida se beneficiaba la estabilidad financiera sin comprometer la estabilidad de precios, ya que las expectativas de inflación habían sido contenidas con los aumentos de tasas de interés anteriores, en especial el de julio de 2008.

De forma similar, en octubre de 2008 se redujo a cero el requisito de depósito sobre operaciones de endeudamiento externo que se había reactivado en 2007 para moderar la apreciación cambiaria y limitar el endeudamiento externo de corto plazo del sector real. La medida se tomó en un momento en el cual el financiamiento externo se había encarecido significativamente por cuenta de la crisis global.

Un tercer componente de la reacción del Banco de la República ha sido permitir la flotación cambiaria. En contraste con el pasado, cuando las presiones cambiarias ocasionadas por choques externos se contenían en buena parte mediante la venta de reservas y la restricción del crédito interno, en esta oportunidad la tasa de cambio se ha ajustado sustancialmente, pasando de \$1.941,10 por dólar a finales de agosto de 2008 a \$2.317,75 por dólar a finales de noviembre del mismo año, alcanzando niveles máximos cercanos a los \$2.600 por dólar en algunos días de febrero y marzo de 2009 (Gráfico 26). Además de evitar una restricción crediticia mayor, este ajuste cambiario desplaza el gasto hacia la producción local y compensa el impacto de los choques externos en los ingresos de los exportadores y los receptores de transferencias, moderando de esta manera el choque sobre la demanda agregada. De nuevo, esto ha sido posible porque las expectativas de inflación han permanecido ancladas alrededor de las metas a pesar de la devaluación y porque no hay agentes con exposiciones cambiarias peligrosamente

altas. A su vez, como se dijo, estas condiciones favorables son el resultado de la política macroprudencial adoptada en la fase ascendente del ciclo.

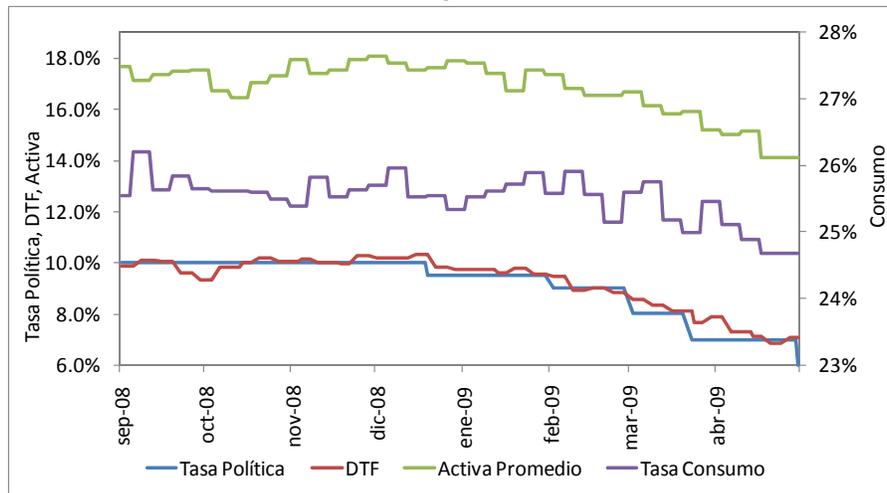
Un cuarto elemento muy importante de la reacción del Banco de la República ante la crisis fue el aumento de las metas de inflación en 2009, por primera vez desde que se han establecido metas explícitas de inflación (1991). Como se indicó anteriormente, los choques de oferta de 2008 empujaron la inflación al consumidor muy por encima del rango meta de 2008 (3,5%-4,5%), terminando el año en 7,67%. Si bien el descenso de los precios internacionales de las materias primas ante la crisis internacional permite prever un descenso de la inflación, la JDBR decidió en noviembre de 2008 establecer una nueva senda gradual de disminución de las metas de inflación, comenzando con la de 2009 (4,5%-5,5%). La razón de esta gradualidad tiene que ver con la existencia de mecanismos de indexación aún fuertes en la economía que tienden a perpetuar los choques de oferta. En estas condiciones, retornar a una meta de inflación más ambiciosa de 4% o menos en muy corto tiempo (v. g. un año) hubiese requerido tasas de interés relativamente altas y reducciones adicionales en el crecimiento de la demanda agregada, justo en el momento en el cual la economía requiere un estímulo ante la crisis externa. Esta política habría sido procíclica y hubiese puesto en peligro la estabilidad financiera al debilitar a los deudores del sistema financiero.

Ahora bien, la JDBR se cuidó de que el aumento señalado de las metas de inflación no fuese interpretado erróneamente como un abandono de su compromiso con el logro de tasas de inflación anual entre 2% y 4% en el largo plazo, en consonancia con el mandato constitucional del Banco. Por esta razón, al tiempo con el rango meta de 2009, anunció que el punto de la meta de 2010 sería 4% e indicó que esperaba situar la inflación en el rango meta de largo plazo (2%-4%) en 2011. Es importante reconocer que estos compromisos guían la política monetaria actual, en la medida en que existen rezagos de la misma y las medidas adoptadas hoy inciden en los resultados de inflación varios semestres adelante.

Dada la estrategia de reducir gradualmente la inflación, la JDBR continuó adoptando medidas para amortiguar los efectos negativos de la crisis global y la pérdida de confianza de empresarios y hogares. En diciembre redujo las tasas de interés de política en 50 pbs., de 10% a 9,5% y, de ahí en adelante, ha continuado reduciéndolas, acumulando hoy en día una disminución de 400 pb. en cuatro meses. Estas decisiones han sido posibles gracias a que se proyecta una caída de la inflación en línea con las metas, como consecuencia de los descensos de los precios internacionales de las materias primas, mejores condiciones de oferta de los alimentos primarios, bajo traspaso de la depreciación a los precios internos, expectativas de inflación a la baja (al tiempo con la inflación observada) y un declive en el crecimiento del PIB y la demanda.

La transmisión de las reducciones en la tasa de política a las tasas del sistema financiero ha sido rápida, con excepción de las tasas del crédito de consumo (Gráfico 30), contribuyendo de esta manera a relajar las condiciones crediticias locales.

Gráfico 30  
**Tasas de interés, septiembre 2008-actual**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República

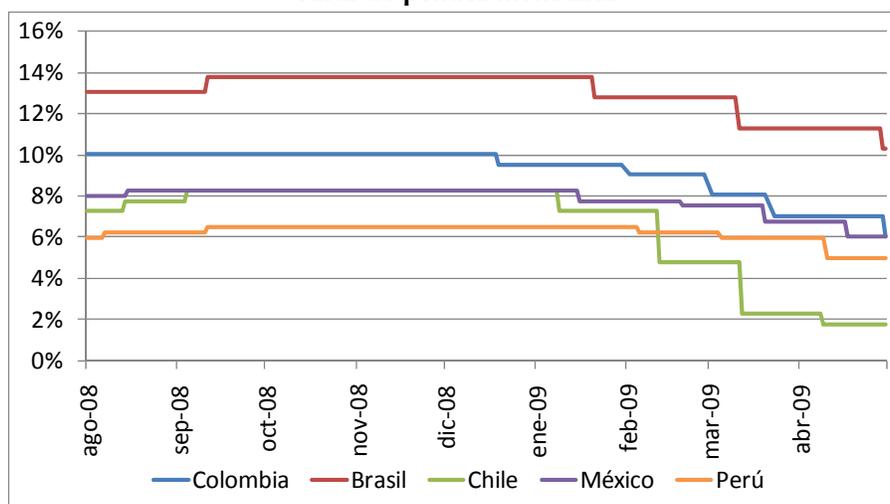
Como se ve, la respuesta de política del Banco de la República ante la crisis global ha sido coherente con su estrategia y su mandato. La adopción de políticas contracíclicas en los años de auge ha hecho posible aplicarlas en el período de crisis, algo sin precedentes en la historia del país. La reacción ante el deterioro del entorno económico mundial fue casi instantánea. Un mes después de desatada la crisis, la JDBR bajó el encaje ordinario promedio y desactivó los controles de capitales. Dos meses después, aumentó la meta de inflación de 2009. Tres meses después, inició un proceso de reducción de la tasa de interés a una velocidad inusualmente alta (400 pb en cuatro meses). Aún así, conviene responder dos preguntas interesantes en la coyuntura: ¿Por qué no se actuó más agresivamente desde el tercer trimestre de 2008? y ¿por qué no se han bajado las tasas de interés de política más rápidamente en 2009?

Para responder la primera pregunta es necesario recordar la situación macroeconómica prevaleciente en el cuarto trimestre de 2008. A pesar del recrudecimiento de la crisis, la inflación, que ya superaba de lejos las metas, continuaba alta debido a los efectos rezagados de los incrementos previos en los precios internacionales de las materias primas. Como se explica en el documento “¿Por qué aumentó la Junta Directiva las tasas de interés de intervención del Banco de la República en julio de 2008?”, el costo de permitir un alza permanente de la inflación es muy alto, tanto en términos del sacrificio futuro de crecimiento requerido para retomar una senda de inflación baja y estable, como en términos del desarrollo del mercado de capitales y la estabilidad financiera.

Por otro lado, la información sobre la gravedad de la crisis no apareció completa desde el primer momento, sino que se fue manifestando con el tiempo. Prueba de ello son las frecuentes reproyecciones del crecimiento mundial y de varias economías avanzadas que se han registrado desde entonces por parte de entidades privadas, públicas y multilaterales. Algo similar sucedía

con los efectos visibles de la crisis en las economías emergentes. Se conformaba entonces una situación en la cual, con la información disponible, el riesgo de una inflación permanentemente alta siguió siendo importante a lo largo del segundo semestre de 2008. Esta situación no era exclusiva de Colombia, sino de la mayor parte de los países emergentes, los cuales en su mayoría aumentaron sus tasas de interés de política en ese período. De hecho el Banco de la República fue el primer banco central de la región en reducir sus tasas de interés en diciembre de 2008 (Gráfico 31).

Gráfico 31  
Tasas de política monetaria



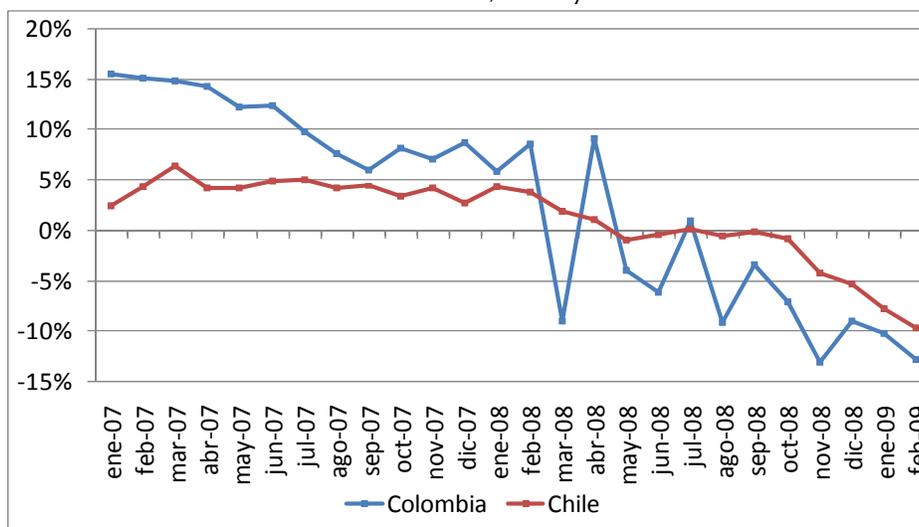
Fuente: Bloomberg

Una vez se percibió más claramente la gravedad de la crisis y sus efectos en la economía colombiana, así como las fuerzas que contribuirían a reducir la inflación de 2009 en adelante, la JDBR aceleró el ritmo de relajamiento de la política monetaria. De allí la alta velocidad con la cual se han reducido las tasas de interés de política en los últimos meses.

¿Por qué no se han bajado más rápidamente? Para empezar, no sobra reiterar que el ritmo de descenso no es bajo. La velocidad de reducción en la tasa de política en Colombia se encuentra en el promedio de otros los países de la región (Gráfico 31).

En segundo lugar, es interesante comparar los casos de Chile y Colombia. En ambos la actividad económica se debilitó fuertemente con la crisis (Gráfico 32), pero en Chile la inflación bajó mucho más rápido (Cuadro 2). Esto se explica porque en ese país la caída de los precios internacionales de alimentos y energía se transmitió con más velocidad a los precios internos. En economías con importantes mecanismos de indexación como Chile y Colombia, esto hace una diferencia importante en la determinación de la senda presente y futura de inflación y afecta la flexibilidad del banco central para ajustar su política.

Gráfico 32  
Crecimiento anual IPI, Chile y Colombia



Fuente: IPI Colombia: DANE, IPI Chile: Datastream, cálculos Banco de la República

Cuadro 2  
Inflación anual

Fecha	Oct. 2008	Nov. 2008	Dic. 2008	Ene. 2009	Feb. 2009	Mar. 2009
<b>Colombia</b>	7.94%	7.73%	7.67%	7.18%	6.47%	6.14%
<b>Chile</b>	9.90%	8.90%	7.10%	6.30%	5.50%	5.00%

Fuente: Bloomberg

Por último, como se mencionó anteriormente, la política monetaria en Colombia mira hacia adelante, lo cual significa que las decisiones actuales de tasas de interés no sólo dependen del objetivo de corto plazo de atenuar la desaceleración económica, sino también del logro de las metas de inflación futuras. En la medida en que la JDBR pretende converger hacia su meta de largo plazo (2%-4%) en los próximos dos años, el cumplimiento de dicho objetivo impone restricciones a la política hoy. Desestimar estas restricciones implica el riesgo de generar excesos inflacionarios o financieros en el futuro, o la necesidad de ajustar muy fuertemente la política monetaria más adelante, generando una volatilidad indeseable en las tasas de interés y la actividad económica.

#### D. Perspectivas de la economía en 2009

El escenario central de pronóstico de corto plazo del Banco de la República contempla una recuperación lenta de la economía mundial y los precios de los bienes básicos. Por ende, incluye una fuerte contracción del crecimiento del ingreso por cuenta de los choques externos

reseñados. Simultáneamente, supone que la financiación externa de la economía se mantiene cara por causa de la crisis, pero continúa disponible. En este contexto, el ajuste del gasto agregado ante el choque al ingreso no debe ser abrupto. Se esperaría entonces un aumento transitorio del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. La misma disponibilidad de recursos de financiamiento externo también supondría que la tasa de cambio no experimente alzas fuertes y sostenidas adicionales.

Dado el suficiente financiamiento externo, las razones para esperar un ajuste del gasto menos fuerte que el del ingreso son, entre otras, la política expansiva del banco central, el funcionamiento del canal de crédito y la transmisión adecuada de la política monetaria, la reversión del impacto de los precios de las materias primas en el ingreso disponible y un aumento importante de la inversión pública regional, además de la operación de los estabilizadores automáticos (menores pagos de impuestos y mayores subsidios públicos debido a la caída del crecimiento del producto y el ingreso). No obstante, en vista de la magnitud de la crisis externa y la caída en la confianza de hogares y firmas, es de esperar un crecimiento muy bajo del producto y deterioros adicionales del empleo a lo largo de 2009. Si se tienen en cuenta las perspectivas de la economía mundial, alcanzar un nivel bajo, pero positivo de crecimiento sería de por sí un logro importante para Colombia en 2009.

En este escenario la inflación seguirá reduciéndose en línea con las metas, influida, como se dijo, por la corrección de los choques de precios relativos, la disminución de las expectativas de inflación y la debilidad de la demanda agregada. Además, en ausencia de depreciaciones grandes y sostenidas, se espera que el traspaso de la devaluación a los precios internos continúe bajo.

La política contracíclica del Banco de la República seguida hasta el momento es compatible con este pronóstico. Naturalmente, la incertidumbre alrededor de este escenario es muy grande. La dispersión de pronósticos externos sobre la velocidad de la recuperación de la economía mundial es alta. Una recuperación más rápida de lo esperado implicaría mejores términos de intercambio y demanda externa, una política monetaria menos expansiva en el resto del mundo, posibles alzas de las tasas de interés reales externas de largo plazo (a medida que el ahorro privado mundial se modere), menores primas de riesgo soberano y un alza de los precios relativos de las materias primas y los costos. En este caso, el movimiento de la tasa de cambio sería incierto, pero podría haber algunas presiones sobre la inflación por el lado de la demanda agregada y los costos.

Por otra parte, un deterioro adicional significativo de las condiciones externas empeoraría la situación del ingreso y el producto. Un elemento clave en este caso sería lo que suceda con la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Un recorte fuerte del financiamiento externo dificultaría mantener una política contracíclica y forzaría un ajuste drástico del gasto, la producción y el empleo, con consecuencias adversas sobre la calidad del activo y la estabilidad del pasivo del sistema financiero. Afortunadamente y en previsión de esta clase de escenarios,

el Banco de la República acumuló un monto significativo de reservas internacionales en los últimos años, el Gobierno cubrió un alto porcentaje de sus necesidades de financiamiento externo de 2009 y la Superintendencia Financiera indujo la constitución de una reserva de capital extraordinaria con las utilidades obtenidas por los intermediarios financieros en 2009. Estas medidas hacen a la economía resistente ante choques a la cuenta de capitales de un tamaño y una duración moderados.