

RETOS DE POLÍTICA QUE ENFRENTAN LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA

Emerging Markets – Spring Lecture Series

Domingo, 6 de abril de 2008

José Darío Uribe¹

I. Introducción

Estos son momentos difíciles para los bancos centrales. Luego de 4 ó 5 años consecutivos de alto crecimiento, es ahora evidente que la economía de los Estados Unidos tendrá este año una fuerte desaceleración. Así mismo, es un hecho que los problemas financieros que comenzaron con la llamada crisis de los sub-prime en los Estados Unidos han contagiado algunas de las principales economías europeas. Por otra parte, en un buen número de países se observa un fuerte incremento en la inflación y las expectativas de inflación. ¿Pueden las economías de América Latina, y Colombia en particular, enfrentar exitosamente los retos que genera una caída significativa en el crecimiento de algunas de las principales economías del mundo al tiempo que aumentan los niveles de inflación?

Mi respuesta al anterior interrogante es, sí, al menos para algunas de las principales economías de la región, incluyendo Colombia. Por supuesto, existe siempre el riesgo de que los problemas asociados a la crisis financiera internacional tengan efectos negativos más profundos que los que explícita o implícitamente estamos asumiendo en este comentario, o que los choques de precios que hemos estado viendo en el pasado reciente se intensifiquen. Pero, con la información disponible hoy, creo razonable pensar que América Latina, en conjunto, tendrá este año un crecimiento satisfactorio y que los bancos centrales tienen margen de acción para evitar que choques de precios relativos se conviertan en un aumento generalizado en la inflación.

II. Crecimiento económico

Comencemos con el crecimiento económico colombiano. En el Banco de la República hemos hecho un buen número de estimaciones de crecimiento del PIB teniendo en cuenta los efectos, sobre el crecimiento del gasto, de las pasadas acciones de política monetaria, suponiendo un crecimiento de los Estados Unidos en 2008 de 0,8%, y considerando una reducción del comercio con Venezuela. El resultado es que la economía colombiana crecería este año alrededor de 5%. El promedio de los analistas nacionales e internacionales está proyectando un crecimiento de 5,3%, cifra muy similar a la nuestra. 5% es menos que 7% que crecimos en 2007, pero es una cifra, para Colombia, históricamente alta. Más aún, la experiencia del país en los dos últimos años, cuando creció en promedio alrededor de 7%, sugirió que ese crecimiento, de mantenerse, terminaría siendo insostenible. Por ejemplo, la inflación comenzó a subir y

¹ Gerente General del Banco de la República. Las opiniones que se expresan aquí son las del autor y no necesariamente las del Banco de la República o su Junta Directiva.

el déficit en cuenta corriente aumentó el año pasado más de un punto porcentual del PIB.

Son varias las razones para pensar que la economía colombiana puede crecer alrededor de 5% este año. Permítanme, de manera esquemática, enumerar algunas de ellas:

- El punto de partida es una economía que crece a tasas altas, impulsada en buena parte por un fuerte crecimiento de la demanda interna. Este crecimiento de la demanda es generalizado, incluyendo los hogares y las empresas, el sector privado y el público (este último en lo relacionado con la inversión).
- Con un crecimiento de los Estados Unidos cercano a 0,8% es razonable pensar que los términos de intercambio se mantienen altos. Incluso, si suponemos una caída moderada en los precios internacionales de exportación, ésta difícilmente afectará de manera significativa el crecimiento.
- Hasta el momento los niveles de confianza de los consumidores y los productores se mantienen en niveles históricamente altos.
- En los tres últimos años, y en especial en el 2007, la inversión extranjera directa ha sido un impulsor del crecimiento. En lo que va corrido de este año, las entradas de capitales por este concepto casi duplican las del año anterior.
- Las exportaciones a Venezuela siguen creciendo a tasas altas y compensan la reducción de las exportaciones a los Estados Unidos. Las perspectivas del crecimiento de Venezuela en 2008 continúan siendo positivas, aún con una moderada caída en los precios internacionales del petróleo.
- Las remesas de colombianos en el exterior, que aumentaron fuertemente en los primeros años de esta década, son ingresos que se caracterizan por mantener cierta estabilidad.

Queda por analizar, por supuesto, el potencial efecto de contagio del país de la turbulencia en los mercados financieros internacionales. En los años noventa por ejemplo, vimos los efectos devastadores sobre el crecimiento y la estabilidad del sistema financiero de la salida súbita de capitales y el encarecimiento de la financiación externa. Pero aquí, también, tenemos razones para ser optimistas. De nuevo, veamos de manera esquemática el porqué:

- El punto de partida de cualquier incremento en el costo del financiamiento externo es un spread de la deuda históricamente bajo. Suponiendo, por ejemplo, que dicho spread se duplicara este año, su nivel sería similar al observado en el país en el año 2003, momento en el cual se acelera el crecimiento del país.
- El sistema financiero colombiano está mejor preparado ahora que en el pasado para recibir un choque externo negativo. El país ha mejorado en la supervisión y la regulación financiera. Los niveles de deuda mala son históricamente bajos. Los bancos nacionales no están expuestos a riesgos sub-prime. La disponibilidad y la calidad de la información de las entidades financieras ha mejorado. Las subsidiarias de bancos extranjeros con problemas fuertes

asociados al mercado de sub-prime tienen una participación minoritaria en el sector.

- Los choques externos negativos, y una vez la inflación y las expectativas de inflación converjan de nuevo hacia las metas, se abre la posibilidad de tener una política monetaria anti-cíclica. A este tema volveré de nuevo.

Algunos de los factores que permiten ver las perspectivas de la economía colombiana en el 2008 con moderado optimismo aplican solo a Colombia, pero la gran mayoría aplican para la región en su conjunto. Por supuesto, hay diferencias, pero un supuesto educado es que América Latina, por factores como los anteriores, tendrá este año un crecimiento económico satisfactorio. Que ocurra en 2009, por ejemplo, si las economías desarrolladas continúan en serios problemas, es difícil decirlo en este momento.

III. Inflación

En Colombia, desde el punto de vista macroeconómico la preocupación principal del último año y medio ha sido el aumento en la inflación al consumidor. Al igual que en muchos otros países, este incremento de la inflación ha estado en gran medida asociado al aumento en los precios de los alimentos y los combustibles.

La visión en el Banco de la República ha sido que choques externos transitorios en los precios de los alimentos y los combustibles no tienen porqué afectar la senda de inflación de mediano y largo plazo, siempre y cuando las expectativas de inflación no se desvíen de las metas y las presiones de costos y demanda no conviertan el aumento temporal de la inflación en un incremento sostenido de la misma.

Infortunadamente, al menos en Colombia en 2006 y 2007, los riesgos de que esto último ocurriera eran altos. Desde finales de 2006, la economía comenzó a crecer por encima de su producto potencial. Así mismo, desde inicios de 2007 la inflación se situó por encima de las metas, y las distintas medidas de inflación básica mostraron incrementos importantes. En estas circunstancias, los riesgos de que choques adicionales en precios afecten negativamente las expectativas de inflación son altos. Efectivamente, a partir del segundo semestre de 2007, tanto las expectativas de inflación derivadas del mercado de bonos de deuda pública como las obtenidas de distintas encuestas realizadas por el Banco a empresarios y analistas mostraron un movimiento al alza.

En las anteriores circunstancias, es prioritario generar las condiciones de balance de oferta y demanda coherentes con el logro de las metas de inflación y el crecimiento sostenido del producto. Para eso es necesario reducir el crecimiento de la demanda y disminuir las presiones de capacidad en la economía. En consecuencia, desde abril de 2006 hasta ahora, la Junta Directiva del Banco de la República ha subido la tasa de interés de política de 6% a 9,75%, e impuesto un encaje marginal promedio de 27% sobre los depósitos de los bancos.

En un buen número de países de América Latina ha subido la inflación en el pasado reciente. Y en todos ellos, al hacer una descomposición mecánica de la aceleración de la inflación, podría pensarse que su origen está en aumentos exógenos y transitorios en los precios de los alimentos y los combustibles. Sin embargo, detrás del incremento en la

inflación puede estar actuando excesos de demanda e incrementos en las expectativas de inflación.

Un diagnóstico equivocado del reciente aumento en la inflación puede llevar a un incremento sostenido de la misma. Esto tiene costos per-se y exige, en un futuro, enfrentar los costos de una desinflación en un contexto de baja credibilidad de la autoridad monetaria. Además, puede hacer a las economías de la región vulnerables ante eventos externos negativos. Por ejemplo, con inflación y expectativas de inflación altas se reduce el margen de acción para realizar una política monetaria anti-cíclica en el momento en que la economía entre en la parte baja del ciclo económico.