

# NOTA EDITORIAL

## RENOVACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE DEL FMI

**E**l 7 de mayo de 2010 el Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó, por un año, la renovación del acceso de Colombia a la línea de crédito flexible (LCF) por un monto equivalente al 300% de la cuota del país en este organismo multilateral (aproximadamente US\$3.500 millones). La LCF es un instrumento creado por el FMI para apoyar a países miembros con fundamentales económicos fuertes, políticas prudentes y un sólido marco institucional de política económica. La línea opera como un seguro que permite a naciones enfrentar un deterioro sustancial de las condiciones externas ante una eventual extensión de la crisis financiera internacional. Una vez aprobado el acceso a este mecanismo de financiación, los recursos pueden ser desembolsados en su totalidad sin que aquello esté condicionado a compromisos en materia de política económica, a diferencia de lo que sucede en los programas tradicionales respaldados por el FMI.

La solicitud de acceso de Colombia a la LCF fue aprobada por primera vez en mayo de 2009 por 900% de la cuota de Colombia en el FMI (aproximadamente US\$10.400 millones). En ese momento el país estaba expuesto a los efectos de la crisis financiera internacional, la cual se había acentuado con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El PIB se

había contraído durante el cuarto trimestre de 2008 y los pronósticos de crecimiento para todo 2009 eran cercanos a 0%, con una modesta recuperación en 2010. La incertidumbre con respecto al rumbo que tomaría la economía mundial y la posibilidad de que el acceso al financiamiento externo de Colombia se viera limitado justificó que Colombia solicitara el acceso a la LCF del FMI. Se consideró que el monto solicitado sería suficiente para cubrir las necesidades de financiamiento externo de Colombia por un año en circunstancias muy adversas del entorno internacional.

Las perspectivas de la economía mundial han mejorado desde entonces, pero aún existen algunos elementos de incertidumbre que podrían afectar el vigor de la recuperación económica y la normalización de los mercados financieros. El objetivo de esta Nota Editorial es describir el entorno macroeconómico que soporta la decisión de mantener el acceso a la LCF, las principales características de este instrumento y los beneficios que pueden resultar del acuerdo.

## *I. EVOLUCIÓN DEL ENTORNO MACROECONÓMICO DESDE 2009*

Cuando se solicitó por primera vez el acceso de Colombia a la LCF (abril de 2009) el país estaba expuesto a los efectos de la reciente crisis financiera internacional. Los pronósticos de crecimiento de la economía mundial para 2009 y 2010 habían sido revisados a la baja. El FMI proyectaba que la economía mundial registraría una contracción cercana al 1,3% durante 2009, presentándose así el peor desempeño desde la postguerra, y una lenta recuperación en 2010<sup>1</sup>. Se consideraba que las tensiones en los mercados financieros seguirían siendo considerables y que el acceso de las economías emergentes al financiamiento externo sería muy limitado. La normalización de los mercados se proyectaba para mediados de 2010 en la medida en que se disiparan las preocupaciones de insolvencia, disminuyeran los riesgos de contraparte y se aclarara la situación de las pérdidas por activos de mala calidad.

En Colombia el PIB se había contraído durante el cuarto trimestre de 2008 y los pronósticos de crecimiento para todo 2009 eran cercanos a 0%, con una modesta recuperación en 2010. El Banco de la República proyectaba

---

<sup>1</sup> En enero de 2009 el FMI proyectaba que la actividad mundial registraría un crecimiento de 0,5% durante 2009 y 3,0% en 2010. Dichos pronósticos fueron revisados a la baja en abril a -1,3% y 1,9% durante 2009 y 2010, respectivamente.

un déficit de cuenta corriente de 3,6% del PIB para todo el año, el cual podría empeorar si se deterioraban los términos de intercambio y se debilitaba, aún más, la demanda mundial. Se preveía que las exportaciones totales y las no tradicionales registrarían una reducción del 25% y del 13%, respectivamente, y menores ingresos por remesas de trabajadores. En el frente fiscal se estimaba un deterioro de las finanzas públicas, producto de los menores recaudos tributarios. El déficit del sector público no financiero se proyectaba en 2,4% del PIB frente al déficit de 0,7% y 0,8% del PIB observados durante 2007 y 2008, respectivamente (Cuadro 1).

La incertidumbre con respecto al rumbo que tomaría la economía mundial y la posibilidad de que el financiamiento externo de Colombia se viera limitado justificó la solicitud de acceso a la LCF. Se consideró que un cierre abrupto de los mercados internacionales, así fuera éste un evento de baja probabilidad, podría tener un efecto devastador sobre la economía local. En este escenario, el ajuste requerido de la cuenta corriente de la balanza de pagos muy probablemente tendría que darse a partir de una contracción del gasto y del crecimiento, aun después de una reducción sustancial de las reservas internacionales. La política monetaria pasaría a ser

<b>Cuadro 1</b>			
<b>Algunos indicadores macroeconómicos</b>			
	<b>2009</b>		<b>Proyección para 2010</b>
	<b>Proyección en marzo de 2009</b>	<b>Observado</b>	
Crecimiento del PIB mundial <sup>a/</sup>	(1,3)	(0,6)	4,6
Crecimiento del PIB de los Estados Unidos <sup>a/</sup>	(2,8)	(2,4)	3,3
Precio del petróleo (dólares estadounidenses) <sup>b/</sup>	48	62	80
Crecimiento del PIB de Colombia <sup>b/</sup>	0,0	0,8	4,5
Cuenta corriente / PIB <sup>b/</sup>	(3,6)	(2,1)	(2,4)
Deuda externa / PIB <sup>b/</sup>	23,2	21,8	18,9
Crecimiento de las exportaciones de Colombia <sup>b/</sup>	(25,0)	(12,2)	18,1
Crecimiento de las exportaciones no tradicionales <sup>b/</sup>	(13,3)	(19,0)	0,8
Crecimiento de las remesas de los trabajadores <sup>b/</sup>	(15,3)	(14,4)	(8,5)
Crecimiento de las importaciones <sup>b/</sup>	(17,3)	(16,0)	18,7
Déficit del sector público no financiero / PIB <sup>c/</sup>	2,4	2,6	3,6
Déficit del Gobierno Nacional Central / PIB <sup>c/</sup>	3,7	4,2	4,4
<b>Inflación de Colombia</b>	<b>Cerca al piso del rango 4,5 a 5,5</b>	<b>2,0</b>	<b>En el rango de 2,0 a 4,0</b>
<b>a/</b> Proyección del FMI.			
<b>b/</b> Proyección del Banco de la República.			
<b>c/</b> Ministerio de Hacienda y Crédito Público.			
Fuentes: Banco de la República y FMI.			

restrictiva para evitar la explosión en las expectativas de inflación y los efectos de un comportamiento desordenado de la tasa de cambio. Frente a estos riesgos se consideró prudente contar con recursos externos adicionales, por lo cual se solicitó el acceso de Colombia a la LCF por 900% de la cuota de Colombia en el FMI (aproximadamente US\$10.400 millones)<sup>2</sup>. Se consideró que el monto solicitado sería suficiente para cubrir las necesidades de financiamiento externo de Colombia por un año en circunstancias muy adversas del entorno internacional. El acceso de Colombia a la LCF fue aprobado formalmente por el FMI el 11 de mayo de 2009.

Las perspectivas de la economía colombiana han mejorado desde entonces. Los datos económicos registrados en 2009 resultaron ser más favorables a los pronosticados a comienzos del año y gran parte de los riesgos percibidos en los mercados financieros no se materializaron. La recuperación de la demanda a partir del segundo semestre, impulsada por la inversión pública y el consumo, contribuyeron a que la economía colombiana registrara una tasa de crecimiento de 0,8% durante el año. El déficit de cuenta corriente se ubicó en 2,1% del PIB para 2009 frente a una proyección inicial de 3,6% del PIB. Este resultado incorpora una reducción de las exportaciones totales menor a la inicialmente estimada como consecuencia del mejor comportamiento del precio del petróleo y las mayores exportaciones de carbón (Cuadro 1). La incertidumbre sobre el acceso a los mercados financieros internacionales fue rápidamente disipada y la cuenta de capital, aunque registró menores ingresos, mantuvo flujos importantes por endeudamiento del sector público, los cuales compensaron parcialmente los menores reintegros del sector privado. Las reservas internacionales se mantuvieron estables alrededor de US\$24.000 millones, monto que excluye la asignación general y especial de derechos especiales de giro (DEG)<sup>3</sup> efectuada por el FMI en agosto y septiembre de 2009.

Las proyecciones de la economía colombiana para 2010 son favorables. Durante el primer trimestre del año la economía creció 4,4% en términos anuales, impulsada por el gasto público y el mejor comportamiento del gasto privado. Este resultado sorprendió al consenso del mercado, por lo

---

<sup>2</sup> Véase más detalles al respecto en la Nota Editorial de la *Revista del Banco de la República* de abril de 2009.

<sup>3</sup> El DEG es un activo de reserva artificial creado por el FMI. Su valor se define con base en una canasta de monedas, actualmente integrada por el dólar, el euro, la libra y el yen. La utilidad del DEG como activo de reserva se deriva de la posibilidad que tienen los países de intercambiarlos por monedas de reserva de otros países con el propósito de enfrentar necesidades de financiamiento de la balanza de pagos o modificar la composición de las reservas internacionales. Las asignaciones de DEG efectuadas por el FMI durante 2009 incrementaron el nivel de las reservas internacionales de Colombia en aproximadamente US\$980 millones.

cual las previsiones de crecimiento de la economía para 2010 fueron revisadas al alza de un rango entre 2% y 4% a otro entre 3,5% y 5,5%. Se prevé un leve incremento del déficit de cuenta corriente a 2,4% del PIB (frente a 2,1% del PIB observado en 2009) debido a la disminución de exportaciones a Venezuela y el repunte de las importaciones relacionadas con la inversión en el sector de petróleo. Las exportaciones aumentarán 18%, cifra que incorpora un incremento de las exportaciones no tradicionales del 0,8% frente a una reducción del 19% observada durante 2009. Se estima que el déficit de cuenta corriente será financiado, principalmente, por mayores reintegros por inversión extranjera directa, previéndose que otros flujos privados también se recuperarán.

Por su parte, la economía a nivel global ha evolucionado de manera favorable, aunque el ritmo de la recuperación continúa siendo incierto y difiere entre países. El FMI proyecta un crecimiento del PIB mundial de 4,6% para 2010 frente a una contracción de 0,6% registrada durante 2009. Se considera que la recuperación económica continuará estando liderada por países en desarrollo, entre los cuales se destacan algunos países de Asia. La recuperación económica será moderada en la mayoría de las economías avanzadas, en tanto que muchas economías emergentes y en desarrollo seguirán consolidando su crecimiento económico. No obstante, las perspectivas de la economía podrían verse afectadas por la reciente turbulencia en los mercados financieros internacionales originada en la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de algunos países europeos.

En la medida en que la recuperación económica ha cobrado fuerza las condiciones en los mercados financieros han mejorado, pero la estabilidad financiera global aún no está garantizada. Los problemas fiscales de algunos países europeos se han hecho más evidentes y podrían, si no se resuelven de manera oportuna, acrecentar los temores en torno de la solvencia de algunos gobiernos y transformarse en una crisis de deuda soberana, afectando al sistema bancario, a otras economías y al proceso de normalización de los mercados. Dada la incertidumbre acerca del panorama futuro, es importante mantener una política de protección ante eventos de crisis.

## ***II. LA LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE Y SUS CARACTERÍSTICAS***

El acceso a la LCF del FMI está limitado a aquellos países que se caracterizan por tener un sólido marco institucional de política económica, por

contar con fundamentos económicos fuertes y por tener un historial de políticas correctivas oportunas, con el compromiso de continuar registrando este tipo de comportamiento en el futuro. Los países que soliciten acceso a la LCF deben cumplir estrictos criterios de calificación, los cuales son evaluados por el FMI antes de su aprobación, y que contemplan:

- Posición externa sostenible.
- Cuenta de capital en la que predominen los flujos privados.
- Historial de acceso continuo de entidades soberanas a los mercados internacionales en condiciones favorables.
- Nivel de reservas internacionales relativamente holgado al momento de solicitar la LCF con carácter precautelativo.
- Finanzas públicas sólidas, incluida la sostenibilidad de la deuda pública.
- Nivel de inflación bajo y estable, en el contexto de un marco sólido de política monetaria y cambiaria.
- Inexistencia de problemas de solvencia bancaria que planteen la amenaza inmediata de una crisis bancaria sistémica.
- Supervisión bancaria efectiva.
- Transparencia e integridad de la información.

La LCF opera como un *seguro* que garantiza el acceso del país a recursos del FMI en el caso de que el país enfrente necesidades de financiamiento externo. Para tener acceso a este *seguro* la nación debe pagar una comisión de compromiso, la cual es reembolsable cuando se solicite el desembolso del crédito. A diferencia de los programas tradicionales del FMI, los recursos otorgados por la LCF no están condicionados a compromisos en materia de política económica, lo cual hace que su uso sea más flexible y se ajuste a necesidades inmediatas de liquidez, contribuyendo a prevenir la profundización de una crisis.

Las principales características de flexibilidad de la LCF son las siguientes:

- El monto de la línea no tiene un límite máximo preestablecido y puede ser incrementado durante la vigencia del acuerdo, sujeto a que el país continúe cumpliendo los criterios de calificación y que el incremento sea autorizado por el FMI.
- Los recursos están disponibles para el país de manera inmediata y pueden ser desembolsados en su totalidad o de manera parcial.

- Plazo de reembolso relativamente largo (3,25 años a 5 años)
- Línea de crédito renovable sujeta a que el país continúe cumpliendo los criterios de calificación establecidos.
- La línea de crédito puede tener un plazo de seis meses o de un año, con una revisión del derecho de acceso del país al cabo de los seis primeros meses.
- La línea de crédito puede ser utilizada para una necesidad de balanza de pagos o como un instrumento contingente (de carácter precautelativo).
- Si el crédito no se desembolsa (se trata como precautelativo), el país paga una comisión de compromiso<sup>4</sup>. El costo de desembolsar el crédito varía en función del monto y el plazo del préstamo. El costo de utilizar recursos de la LCF, considerando el escenario actual de bajas tasas de interés, podría oscilar entre 2,3% y 2,9%, sin considerar la sobretasa que se cobra a los créditos de mayor plazo<sup>5</sup>.

### ***III. RENOVACIÓN DE LA LCF Y SUS BENEFICIOS PARA COLOMBIA***

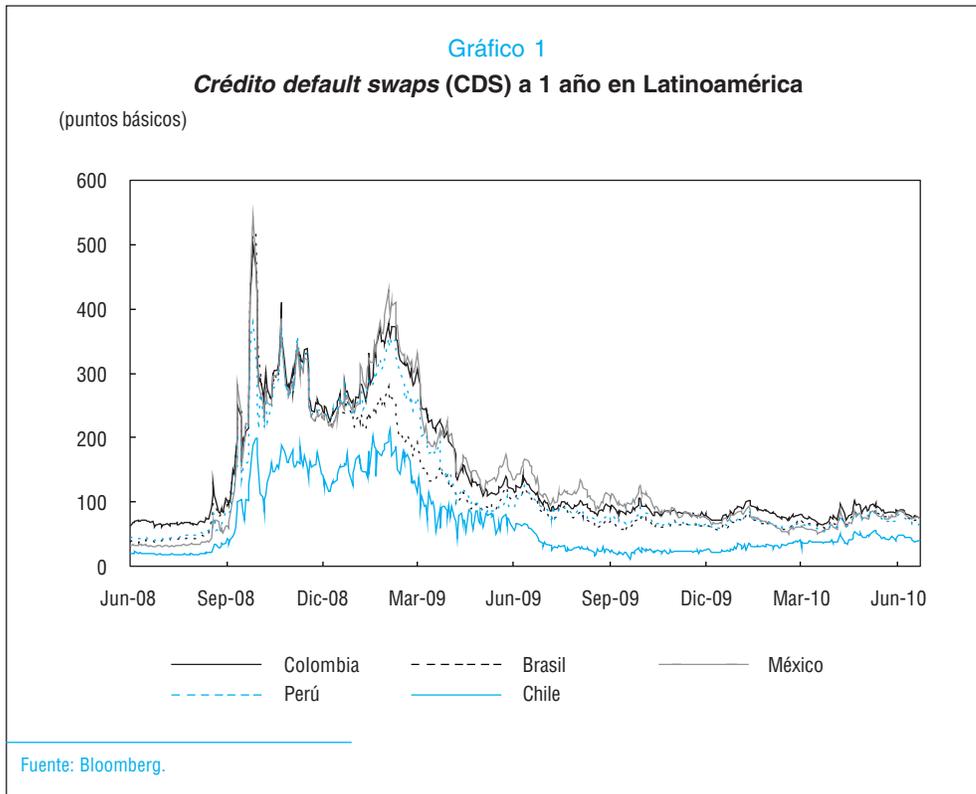
La economía colombiana y las condiciones de los mercados financieros han mejorado significativamente frente al momento en que se solicitó por primera vez el acceso a la LCF (en abril de 2009). El país se está recuperando de manera satisfactoria de los efectos de la crisis mundial y de los choques idiosincrásicos a la demanda de sus exportaciones. El riesgo de enfrentar una profunda recesión o un cierre abrupto del financiamiento externo se ha moderado, como lo refleja la reducción de las primas de riesgo de Colombia y otros países de la región (Gráfico 1). No obstante, la difícil situación fiscal de algunos países europeos y la fragilidad de algunos segmentos del sistema financiero podrían contagiar a otras economías y limitar el acceso a los mercados de capital internacionales.

La teoría económica señala que un agente averso al riesgo asegurará totalmente una pérdida de riqueza o consumo cuando la probabilidad de

<sup>4</sup> El costo de la prima se obtiene de aplicar 15 puntos básicos (pb) sobre el 200% de la cuota y 30 pb sobre el segmento del monto de la LCF que excede el 200% y hasta el 1.000% de la cuota, así:

$$Prima = 0,0015 \times 2 \times cuota + 0,0030 \times (acceso\ total - 2 \times cuota), \text{ donde la cuota es DEG 774 millones.}$$

<sup>5</sup> Esta sobretasa podría incrementar el costo del endeudamiento entre 2,7% y 3,6% para desembolsos superiores al 300% de la cuota del país por un plazo mayor a tres años.



dicho evento sea superior a la prima de riesgo del seguro en cuestión. La probabilidad de que Colombia enfrente un choque externo se ha reducido de manera significativa, pero continúa siendo superior a la prima o comisión de compromiso de la LCF. Un indicio con respecto a dicha probabilidad puede ser obtenido del comportamiento de los CDS de Colombia a un año, cuyo promedio para los cuatro primeros meses pasó de 278 pb en 2009 a 79 pb en 2010. Por su parte, la prima de compromiso de la LCF oscila entre 15 pb y 27 pb para un monto entre el 100% y el 1.000% de la cuota de Colombia en el FMI. El análisis anterior sugiere que es conveniente renovar la LCF.

El monto de la cobertura o de la LCF, sin embargo, podría ser menor frente al solicitado en 2009 si se considera que: i) en el escenario actual la probabilidad de enfrentar un cierre abrupto de los mercados internacionales se ha reducido y, ii) la posición externa del país se ha consolidado, producto de la asignación de DEG por aproximadamente US\$1.000 realizada por el FMI durante el segundo semestre de 2009 y el programa de compras diarias de reservas internacionales durante el primer semestre de 2010 por un monto de US\$1.600 millones (m). Tomando como referencia el comportamiento de los CDS, los cuales han registrado una reducción del 70% entre

abril de 2009 y abril de 2010, se solicitó la renovación de la LCF por 300% de la cuota de Colombia en el FMI (aproximadamente US\$3.500 m), lo cual representa el 33% de lo solicitado inicialmente (900% de la cuota, aproximadamente US\$10.400 m). La prima de compromiso cancelada al FMI fue de US\$6,8 millones, lo que representó un menor impacto en el estado de pérdidas y ganancias del Banco por aproximadamente US\$21 m frente al valor cancelado en 2009. La renovación del acuerdo con el FMI tiene, adicionalmente, las siguientes ventajas para Colombia:

- El monto de la LCF puede ser ampliado durante la vigencia del acuerdo sujeto a que el país continúe cumpliendo los criterios de calificación y que la ampliación sea aprobada por el directorio del FMI.
- Esta opción es valiosa si, en un evento de crisis, garantiza a Colombia un acceso más rápido y seguro al financiamiento del FMI que el de países que buscarían la línea partiendo de cero.
- La renovación de la línea transmite confianza a los mercados sobre la capacidad de reacción de la economía colombiana en un evento de crisis, lo que hace que el país sea menos vulnerable a ataques especulativos y a efectos de contagio ante una eventual profundización de la crisis financiera internacional. Así mismo, contribuye a evitar un posible incremento de la prima de riesgo país, disminuyendo el costo de financiamiento externo.
- La renovación de la LCF ha facilitado la implementación de políticas monetarias y cambiarias contracíclicas, las cuales han contribuido al desempeño satisfactorio de la economía colombiana.

Finalmente, es importante señalar que el país mantendrá autonomía en el manejo de sus instrumentos monetarios y cambiarios y continuará implementando políticas macroeconómicas adecuadas. El acuerdo con el FMI tiene carácter precautelativo, por lo que no se hará uso de los recursos, a menos que las condiciones externas así lo requieran.

*José Darío Uribe Escobar*  
*Gerente general\**

---

\* Nota Editorial elaborada con la colaboración de Carolina Gómez, investigadora júnior de la Subgerencia Monetaria y de Reservas. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.