

# NOTA EDITORIAL

## POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA

**E**n la presente Nota se analizará la influencia de la crisis actual sobre los bancos y el producto en Colombia. Para ello, se revisará rápidamente cómo los ciclos mundiales se transmiten al producto a través de los bancos y se mencionarán algunas de las enseñanzas al respecto de la historia reciente del país. También se enfatizará la importancia de una política monetaria contracíclica para la estabilidad de los precios y del sistema financiero. La Nota terminará con algunas consideraciones sobre los elementos de un esquema de inflación objetivo que contempla el uso de instrumentos adicionales al tradicional de tasas de interés, acompañados de medidas macroprudenciales.

### *I. INTRODUCCIÓN*

Es todavía prematuro señalar con precisión hasta qué punto la actual recesión mundial afectará a la economía colombiana. Sin embargo, un buen número de indicadores apuntan a que saldremos relativamente mejor librados que muchos otros países, en especial por la fortaleza de nuestro sistema bancario. Tenemos unos bancos bien capitalizados, líquidos, rentables y con un aceptable nivel de provisiones. Todo esto contrasta con la

situación de los sistemas financieros de un gran número de países industrializados y algunos de economías en transición o emergentes.

Varias son las razones por las cuales los bancos colombianos se encuentran estables: una de ellas tiene que ver con la administración de los bancos; otra son las acciones de la Superintendencia Financiera relacionadas con el manejo del riesgo y las provisiones, y una adicional son las medidas de política de la Junta Directiva del Banco de la República.

Por supuesto, siempre hay espacio para mejorar. Seguramente con base en las enseñanzas de nuestra experiencia y la de otros países enfrentaremos de mejor manera que en el pasado la fase de recuperación de la actual crisis internacional y los ciclos económicos futuros. Como veremos más adelante, en la fase expansiva del ciclo colombiano la Junta Directiva del Banco de la República combinó la política de tasas de interés propias de un esquema de inflación objetivo con una serie de medidas macroprudenciales contracíclicas. Estas acciones ayudaron a preservar la estabilidad de precios y la financiera, y permitieron que por primera vez en la historia del país estemos enfrentando un choque externo negativo con una política monetaria contracíclica.

## ***II. LOS BANCOS Y LA PROPAGACIÓN INTERNA DE LOS CICLOS EXTERNOS***

Es importante comenzar analizando el papel de los bancos en la propagación de los ciclos externos. Este tema muy probablemente es familiar para quienes conocen los interesantes trabajos del profesor Guillermo Calvo sobre el efecto de los flujos de capital en las economías latinoamericanas.

En Colombia los bancos comerciales tienen una importancia relativa mayor que en muchos otros países, debido al bajo nivel de desarrollo de otras instituciones del mercado de capitales. Adicionalmente, el sector financiero es poco profundo: en el período comprendido entre los años 2000 y 2007 el promedio de la participación en el PIB del M3 y del crédito al sector privado fue de 38% y 30%, respectivamente. Con estas cifras tan bajas los flujos de divisas hacia dentro y fuera del país asociados con las fluctuaciones de los ingresos de exportaciones y del financiamiento externo afectan significativamente los depósitos del sistema bancario. Estos efectos externos se tornarán aún más importantes en la medida en que la economía alcance mayores niveles de apertura.

Así mismo, la proporción de préstamos externos intermediados por los bancos es pequeña (Vargas y Varela, 2008). Sin embargo, debido a su gran tamaño, cuando se gastan los flujos de divisas derivados por aumentos en los precios de las exportaciones, por la inversión extranjera directa o por el endeudamiento externo, se genera un incremento proporcionalmente grande en los depósitos bancarios. Un incremento del ingreso o del gasto nominal induce, además, a una mayor demanda de dinero cuando la velocidad de la circulación es relativamente fija.

Este efecto se refuerza si, como resultado de las entradas de divisas, se generan expectativas persistentes de apreciación cambiaria que aumentan la importancia de los activos locales, entre ellos los depósitos bancarios.

La expansión de los depósitos permite a los bancos incrementar su cartera de crédito: aumentan los préstamos al sector de bienes no transables y, especialmente, a firmas pequeñas e individuos, quienes de otra manera no tendrían acceso a estos fondos. Una rápida mirada a las cuentas nacionales confirma que la mayor parte del gasto en bienes no transables se realiza dentro del mismo sector. Una vez que se activa el gasto en bienes y servicios no transables, eso genera su propia dinámica, elevando el precio de la vivienda, las perspectivas del empleo, y creando gasto adicional. De esta forma, el ciclo global se traspaasa y amplifica, convirtiéndose en un auge de la economía local.

Evidencia del fenómeno descrito es que en Colombia los ciclos del PIB de la actividad inmobiliaria y de las actividades bancarias y financieras están estrechamente relacionados con el ciclo de los precios reales en dólares de las exportaciones y con las entradas de capital. El ciclo del M2 y del crédito bancario al sector privado también responde rápidamente a esos factores externos.

Así mismo, la oferta de bienes y servicios no transables es particularmente rígida. Piénsese en la vivienda y en los servicios públicos. Ante una mayor demanda su precio relativo se eleva naturalmente durante los períodos de auge. Dicho precio relativo es la tasa de cambio real y, por tanto, con precios internos nominales fijos el auge en el sector no transable desemboca en una apreciación del tipo de cambio. Este mecanismo genera un dilema para la política monetaria y presiona al banco central para no elevar las tasas de interés durante el auge.

La política económica en Colombia no puede hacer nada para suavizar el ciclo en los precios de exportación en los mercados mundiales, ni puede prevenir las fluctuaciones en la disponibilidad de liquidez global. Por

otro lado, en gran medida no podemos evitar que el mayor ingreso nacional se gaste en bienes no transables, causando una apreciación de la moneda durante los periodos de auge. Pero lo que sí podemos hacer es evitar que las fluctuaciones en los factores externos generen grandes desequilibrios en los balances del sistema bancario y del sector privado. Un aumento excesivo del endeudamiento en los auges resulta muy costoso a futuro: su corrección viene acompañada de recesiones profundas y crisis financieras que posteriormente disminuyen la capacidad de recuperación de la economía.

### ***III. POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA***

La experiencia de los años noventa dejó muchas lecciones. Aprendimos que períodos de euforia llevan a burbujas de precios de activos y a la conformación de excesos de endeudamiento que terminan en ajustes traumáticos de la economía cuando los factores externos cambian. También, que estas correcciones son más difíciles cuando existen grandes descalces cambiarios. Aprendimos que conviene contar con un monto alto de reservas internacionales y, al mismo tiempo, que la flexibilidad cambiaria sin metas de tasa de cambio reduce la prociclicidad del crédito y desestimula los descalces cambiarios. Entendimos que para que la política monetaria pueda atenuar los efectos de movimientos adversos en los factores externos se requiere haber anclado previamente las expectativas de inflación; y, por último, que los sistemas financieros tienden a acentuar los ciclos económicos y a tener dificultades para autorregularse.

Todas estas lecciones orientaron la respuesta del Banco de la República ante los ciclos de expansión y contracción de la economía mundial. Al tiempo que se buscaba alcanzar gradualmente la meta de inflación de largo plazo en un esquema de inflación objetivo, se adoptaron medidas macroprudenciales para evitar entrar en períodos de euforia que llevaran a excesos y amenazaran la estabilidad financiera. Esta estrategia se apartó del esquema de inflación puro, según el cual la política monetaria debía concentrarse exclusivamente en la estabilidad del producto y de los precios de los bienes y servicios, sin darle importancia a la evolución de los precios de los activos y el endeudamiento más allá de las implicaciones que pudieran tener sobre los objetivos primarios de precios y producto.

A la economía colombiana la impulsó la sustancial mejora de las condiciones externas de la economía desde 2004, reflejada en términos de

intercambio altos y crecientes, fuerte demanda externa de nuestros productos, grandes entradas de inversión extranjera directa y amplia liquidez internacional. La demanda interna y el producto crecieron a tasas récord en términos per cápita. En 2006 era claro que si esta tendencia continuaba no tardarían en presentarse presiones inflacionarias de demanda. Por la misma época los intermediarios financieros decidieron invertir una porción creciente de sus recursos en crédito al sector privado. Esto significó un fuerte choque a la oferta de crédito: la tasa de crecimiento anual del crédito de consumo, por ejemplo, llegó a alcanzar niveles cercanos al 50%.

El Banco de la República reaccionó elevando sus tasas de interés para contener las presiones inflacionarias. Ésta fue una respuesta convencional dentro del esquema clásico de inflación objetivo; sin embargo, la respuesta de política incluyó otros elementos macroprudenciales. El choque de crédito no solo retardó la transmisión de las alzas de las tasas de interés de política al resto de la economía, sino que aceleró el ritmo de endeudamiento del sector privado. Con el vertiginoso crecimiento de la cartera real y el rápido aumento del déficit en cuenta corriente entre el segundo semestre de 2006 y el primero de 2007 surgieron posibles amenazas a la estabilidad financiera del país. Sabíamos además de las dificultades que tienen los sistemas financieros para autorregularse.

El Emisor respondió entonces estableciendo un encaje marginal sobre los depósitos bancarios, complementado por la reactivación del requisito de depósito sobre los préstamos externos. La finalidad era moderar el ritmo de endeudamiento del sector privado y acelerar la transmisión de la política monetaria. Adicionalmente, se mantuvo la flexibilidad cambiaria para desincentivar la toma excesiva de riesgo cambiario por parte de los residentes, al tiempo que se acumularon cantidades importantes de reservas internacionales con el propósito de permitir un ajuste ordenado de la tasa de cambio en el futuro, cuando las condiciones externas cambiaran. Sin un saldo de reservas lo suficientemente grande, una tendencia normal hacia la depreciación puede invitar a ataques especulativos contra la moneda local.

Como se mencionó, los bancos tienen una importancia relativa alta en el sistema financiero colombiano; por ende, su estabilidad es un objetivo clave de la política económica. En consecuencia, desde hace varios años existen normas que limitan los descalces cambiarios y de plazos en moneda extranjera de estos intermediarios. Gracias a estas normas el sector financiero colombiano no se vio afectado por el recorte súbito de la liquidez internacional ocurrido tras la quiebra de Lehman Brothers, a

diferencia de lo que sucedió en otras economías emergentes. Por la misma razón, durante la etapa de auge y fuertes entradas de divisas se tomaron medidas que protegían adicionalmente al sistema financiero de los riesgos cambiario y de contraparte en los mercados de derivados de tasa de cambio.

Simultáneamente, la Superintendencia Financiera instauró los sistemas de administración de riesgo crediticio y elevó las provisiones de los bancos. Estas medidas contribuyeron a controlar el crecimiento crediticio, además de reforzar la solidez de los bancos. En 2009, y a instancias de la Superintendencia, los bancos reservaron parte de sus ganancias de 2008 con el fin de reforzar su solvencia y anticipando la fase de contracción económica.

#### **IV. RESULTADOS**

Los resultados de este conjunto de medidas monetarias y macroprudenciales fueron la contención del crecimiento excesivo del gasto y del endeudamiento del sector privado, el control del desbordamiento de las expectativas de inflación en presencia de fuertes choques de oferta, el límite a los descalces de monedas y plazos y el fortalecimiento del sistema financiero. Es decir, se tomaron medidas que ayudaron a preservar la estabilidad financiera y de precios.

Estos resultados han permitido que, por primera vez en la historia económica del país, la política monetaria haya actuado de manera contracíclica en la fase de contracción de los factores externos. La tasa de cambio ha flotado, compensando parcialmente los efectos adversos de dicha fase en los ingresos de exportaciones y remesas. Las tasas de interés de política se han reducido en 400 pb desde diciembre de 2008. El encaje marginal y el requisito de depósito sobre el endeudamiento externo fueron desactivados en el segundo semestre de 2008. Todo esto ha sido posible porque previamente se habían contenido las expectativas de inflación y los descalces cambiarios.

Hoy, después de que la crisis global ha causado estragos en la economía y el sistema financiero mundial, los expertos internacionales hablan de un esquema de inflación objetivo ampliado (*inflation targeting plus*), en el cual las autoridades económicas buscan evitar la formación de burbujas, porque cuando éstas estallan causan traumatismos considerables y los bancos centrales pierden el control de sus economías. En el esquema ampliado los bancos centrales deben evitar mantener las tasas de interés en niveles muy bajos por períodos largos, incluso si no se vislumbran presiones inflacionarias.

De lo contrario se induce un crecimiento excesivo del endeudamiento y una asignación ineficiente de los fondos prestables. Puesto que las autoridades deben enfrentar simultáneamente varios objetivos, el nuevo esquema de inflación contempla el uso de instrumentos adicionales a la tasa de interés de corto plazo, como las medidas macroprudenciales contracíclicas.

## **V. *EL ESQUEMA AMPLIADO DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA***

Si lo anterior suena familiar en Colombia es porque se actuó de acuerdo con los principales elementos de un esquema de inflación objetivo ampliado. Aún más, se hizo en el contexto de una economía pequeña y abierta, donde la volatilidad externa es determinante y algunos riesgos como el cambiario revisten más importancia que en economías más grandes o desarrolladas.

No obstante lo anterior, la respuesta de la política monetaria y financiera ante las fluctuaciones de los factores externos puede mejorar y ser más sistemática. De esa manera, no solo contaremos con un marco comprensivo de políticas estabilizadoras, sino que el público y los mercados lo tendrán en cuenta en sus decisiones. Ello orientará su comportamiento en sendas sostenibles.

Por ejemplo, si la gente espera que la flexibilidad cambiaria se mantenga a lo largo del ciclo económico, valorará adecuadamente el riesgo cambiario y mantendrá una exposición razonable al mismo. O si las entidades financieras saben que crecimientos muy rápidos de la cartera activan provisiones contracíclicas, moderarán el ritmo de aumento de sus préstamos.

Otro reto para las autoridades es que la adopción de este marco de políticas macroprudenciales sea compatible con un proceso sostenido de profundización financiera y con el desarrollo del mercado de capitales. La regulación no debe ahogar ni inhibir el desarrollo financiero del país. Después de todo, como se mencionó, nuestra vulnerabilidad a los choques externos surge en parte del bajo grado de profundización financiera.

Teniendo en cuenta lo anterior, se enumerarán de manera esquemática lo que deben ser dos elementos centrales de una estrategia ampliada de inflación objetivo y su relación con la estabilidad financiera.

En primer lugar, la política monetaria nunca debe perder de vista el objetivo primario de alcanzar y mantener una tasa de inflación baja y estable

en el largo plazo. Una de las muchas razones es que al reducir el riesgo macroeconómico disminuye un componente importante del costo de las transacciones financieras y facilita el buen funcionamiento de la economía y el sistema financiero.

En años recientes los objetivos de estabilidad financiera y de precios estuvieron alineados y los instrumentos empleados para lograrlos fueron compatibles. Por ejemplo, la restricción del crecimiento del crédito era coherente con el propósito de controlar el gasto agregado y la inflación. De igual forma, el alza de las tasas de interés contribuyó de manera simultánea a contener la inflación y el endeudamiento.

Es posible, sin embargo, que en períodos cortos se presenten incompatibilidades entre la estabilidad financiera y de precios. Por ejemplo, un entorno internacional favorable puede simultáneamente producir una apreciación que reduzca la inflación por debajo de las metas y un crecimiento excesivo de los depósitos y los créditos. O un choque externo de precios temporal puede también llevar a que la inflación se sitúe por debajo de la meta. En estos casos, es inconveniente tratar de impulsar la demanda interna mediante tasas de interés excesivamente bajas con el fin de «corregir» la desviación de la meta. Esa política puede fácilmente desencadenar una burbuja de precios de activos y un ciclo de crédito inestable.

Probablemente la respuesta correcta al caso descrito es tratar de manejar instrumentos con bajas correlaciones entre sí para alcanzar los dos objetivos o admitir ligeras desviaciones temporales de uno de ellos (por ejemplo, que en algún momento la inflación se sitúe por debajo de la meta). No olvidemos, sin embargo, que en el largo plazo la estabilidad macroeconómica y de precios es un requisito fundamental para la estabilidad financiera, lo que significa que en el largo plazo ambos objetivos son compatibles.

Un corolario de este punto es el de evitar períodos prolongados en que la tasa de interés esté por debajo de su nivel «natural». Tasas de interés artificialmente bajas llevan a una valoración incorrecta del riesgo y a una asignación ineficiente de los fondos prestables.

Segundo, la política monetaria debe oponerse a crecimientos muy rápidos del crédito. La historia nuestra y de muchos otros países enseña que la real profundización financiera de los países no ocurre de manera brusca y repentina; por el contrario, períodos de fuerte crecimiento del crédito como proporción de la economía terminan usualmente en crisis y en interrupciones del desarrollo financiero (véase, por ejemplo, el excelente libro de Caballero y Urrutia sobre este tema en el caso colombiano, 2006).

Así mismo, la política monetaria debe oponerse a incrementos en los precios de los activos que superen ampliamente el crecimiento nominal de la economía y de la inflación al consumidor. Aumentos de precios de activos con esas características usualmente terminan en colapsos y crisis financieras, o en aumentos en la inflación.

Para evitar crecimientos excesivos del crédito o del precio de los activos la autoridad monetaria cuenta con la posibilidad de incrementar las tasas de interés e implementar políticas macroprudenciales como las empleadas en el país en 2006 y 2007 (p. e. encaje, depósitos al endeudamiento externo, etc.). Para el mismo propósito las autoridades de supervisión y regulación financiera pueden exigir a las instituciones financieras provisiones o requerimientos de capital contracíclicos.

## **VI. CONCLUSIÓN**

Lo presentado en esta Nota es una parte muy importante de un marco de política macroeconómica que permite enfrentar de mejor manera los ciclos económicos mundiales y su incidencia en la economía colombiana. Es decir, un marco macroprudencial efectivo y sistemático que, además de una estrategia ampliada de inflación objetivo, requiere un manejo contracíclico de la política fiscal y de supervisión y regulación financiera. En estos campos, y en el de la coordinación, el país también ha hecho progresos que debe continuar.

En especial, debemos consolidar los avances y contar con un marco de política macroeconómica que funcione bien en los períodos de auge y de desaceleración o recesión. Un marco de política con esas características ayudará a que durante la recuperación y el auge evitemos una acumulación insostenible de la deuda. Servirá para que podamos explotar nuestro comercio con el resto del mundo sin crear volatilidad excesiva en la economía. Muy probablemente permitirá tener una economía más estable y un desarrollo financiero más acelerado.

*José Darío Uribe\**  
*Gerente General*

---

\* Las opiniones expresadas en esta Nota Editorial no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República y son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.