

NOTA EDITORIAL

El 20 de abril de 2009 la República de Colombia solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) el acceso a una línea de financiamiento contingente (*Flexible Credit Line*, FCL por sus siglas en inglés) por aproximadamente US\$10.400 millones con plazo de un año. Esta línea, aprobada el 11 de mayo por el Directorio Ejecutivo del FMI, es un instrumento creado por ese organismo el pasado 24 de marzo para apoyar a los países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. Una de las principales características de la FCL consiste en la ausencia de condicionalidad, lo cual marca una diferencia significativa con los acuerdos de crédito tradicionales del FMI y remueve el estigma que típicamente está asociado con estos. Las autoridades económicas no prevén hacer uso de los recursos disponibles en la FCL, pero consideran prudente contar con ellos como un “seguro” ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

El objetivo de esta Nota es describir el entorno macroeconómico que dio pie para que Colombia solicitara acceso a la FCL, las características generales y específicas de esta facilidad y los beneficios que pueden resultar de este acuerdo.

I. RIESGOS MACROECONÓMICOS EN COLOMBIA

Los acontecimientos vistos en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009 prueban claramente que vivimos en un mundo estrechamente interconectado. A mediados de septiembre de 2008 el banco de inversión Lehman Brothers entró en bancarrota y varias otras instituciones financieras de los Estados Unidos y Europa terminaron bajo fuerte presión e intervención estatal. Lo que hasta ese momento parecía una gradual desaceleración económica, muy rápidamente se convirtió en una recesión global profunda y sincronizada. Estos eventos han resultado en cambios drásticos a los pronósticos de crecimiento mundial. En julio de 2008 el FMI proyectaba que la economía mundial crecería alrededor de 4% en 2009, un poco por debajo del histórico promedio. Actualmente, el organismo prevé una contracción cercana al 1,3%¹, el peor desempeño desde la posguerra, junto con una lenta recuperación en 2010.

Colombia, al igual que el resto del mundo, ha sentido los efectos de la recesión mundial. Los precios de los principales productos de exportación y los ingresos por remesas cayeron fuertemente en el último trimestre de 2008, al igual que la confianza de los consumidores y los empresarios. El deterioro en los términos de intercambio ha disminuido el ingreso nacional y la pérdida de confianza ha llevado a que los hogares sean más cautelosos y reduzcan su nivel de gasto. Adicionalmente, la inversión en obras civiles se contrajo al final del año frente al mismo período anterior. En consecuencia, el PIB cayó 0,7% en el cuarto trimestre de 2008 y en el año completo se expandió 2,5%. Tendencia similar se ha observado en lo corrido de este año, donde el PIB se contrajo 0,6% en el primer trimestre.

Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en muchas otras economías, en especial las industrializadas, el sistema financiero colombiano continúa operando bien y los flujos de capital no han disminuido drásticamente. Así mismo, la Junta Directiva del Banco de la República ha podido enfrentar el choque externo negativo con una postura monetaria contracíclica. La tasa de interés de intervención había disminuido 300 puntos básicos para el momento en que se solicitó la FCL, algunos controles de capital fueron desactivados, el encaje ordinario promedio fue reducido un punto porcentual, la meta de inflación fue definida un punto porcentual por encima de la del año inmediatamente anterior y la tasa de cambio ha

¹ Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook*, abril de 2009.

flotado libremente. Esto último ha contribuido a amortiguar los efectos reales negativos de un choque externo sin precedentes después de la crisis de los años treinta.

La reacción descrita de la política monetaria ha sido posible gracias a las acciones tomadas en la parte alta del ciclo económico. Con el aumento de las tasas de interés y el encaje se evitó un crecimiento insostenible del gasto y del endeudamiento y se preservó la credibilidad de la política monetaria. Con el establecimiento de los controles de capital y la acumulación de reservas internacionales, sin fijar la tasa de cambio, se conformó un “colchón” de liquidez externa y se evitó la toma excesiva de riesgo cambiario, propia de los sistemas de tasa de cambio fija. Con los límites existentes a la posición propia y la creación de la posición bruta de apalancamiento se limitaron los descalces de monedas y de plazos en el sistema financiero y en el sector real.

Hasta el momento el financiamiento externo, si bien se ha encarecido, continúa disponible. La inversión extranjera directa en lo corrido de 2009 continúa siendo alta y superior a la observada en 2007. El Gobierno nacional emitió bonos en los mercados internacionales en dos oportunidades por un monto total de US\$2.000 millones para prefinanciar las necesidades de 2009 y 2010. Adicionalmente ha tenido acceso a recursos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF). Los cupos de las líneas externas del sistema financiero superan ampliamente su utilización, reflejando el encarecimiento de sus costos y la caída en el comercio internacional. No obstante, la disponibilidad de recursos externos podría cambiar, con efectos adversos sobre la economía por, al menos, una o varias de las siguientes razones:

- Si la recesión mundial se prolonga y los capitales siguen fluyendo a la compra de bonos del Tesoro de los Estados Unidos en busca de refugio frente al riesgo crediticio.
- Si la recesión mundial reduce más los términos de intercambio. En Colombia, al igual que en otros países de la región, existe una estrecha correlación entre el comportamiento de los términos de intercambio y los flujos externos de capital.
- Si las necesidades de financiamiento del déficit fiscal de los países desarrollados, en especial de los Estados Unidos, termina desplazando

las fuentes de financiamiento externo de las economías emergentes y en desarrollo.

- Si en un futuro aumentan la inflación y las expectativas en las economías industrializadas como consecuencia de las políticas monetaria y fiscal expansivas. Esto obligaría a incrementos fuertes de las tasas de interés de los bancos centrales de esos países.
- Si Colombia recibe el contagio de crisis en otras economías emergentes y sufre una “parada súbita” de capitales.

Adicionalmente, cabe esperar que los recursos de los organismos internacionales como el Banco Mundial y el FMI se vayan agotando a medida que pasa el tiempo y hacen uso de ellos países de Europa Central y Oriental, Asia, África y algunos de América Latina.

En estas circunstancias, los recursos provenientes de la CAF, el BID y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)², más las reservas internacionales acumuladas en los años anteriores y el financiamiento obtenido recientemente por el Gobierno nacional, podrían ser insuficientes para el normal funcionamiento del país. Un cierre fuerte de los mercados internacionales, así sea un evento de baja probabilidad, podría entonces tener un efecto devastador sobre la economía colombiana. El ajuste requerido en la cuenta corriente de la balanza de pagos muy probablemente tendría que darse a partir de una contracción del gasto y el crecimiento (a pesar de la devaluación del peso, no es de esperar que ese equilibrio se logre a través de mayores exportaciones). La política monetaria tendría que pasar a ser restrictiva para evitar la explosión de las expectativas de inflación y los efectos de un comportamiento desordenado de la tasa de cambio.

Frente a estos riesgos, las autoridades económicas consideraron prudente analizar la conveniencia de contar con recursos externos adicionales a los que estaban disponibles hasta abril de 2009 y decidieron solicitar acceso a la FCL del FMI por unos US\$10.400 millones.

² Se ha solicitado la recapitalización de los organismos multilaterales de la región para que puedan otorgar más recursos, en particular la del BID y la CAF. Esta última fue apoyada por los miembros de la Corporación, y probablemente se llevará a cabo con rapidez antes de finalizar 2009. La del BID puede tomar más tiempo, por cuanto debe ser aprobada en el Congreso estadounidense. Por otra parte, el FLAR está en la etapa final de estructurar un programa de emisión de deuda con el fin de obtener recursos y así poder ampliar la capacidad de asistencia a los países miembros.

II. LA LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE (FCL) DEL FMI Y SUS CARACTERÍSTICAS

El FMI reformó el pasado mes de marzo sus mecanismos de crédito y sus exigencias y creó una nueva línea de crédito flexible (FCL) para los países en donde los fundamentales económicos, las políticas y la trayectoria en materia de implementación de políticas han sido muy sólidos y que necesitan un “seguro” para enfrentar una eventual profundización o extensión de la crisis financiera internacional. Una vez aprobados, los préstamos se pueden desembolsar en su totalidad, cuando sea necesario, en lugar de estar condicionados a compromisos en materia de políticas, como sucede en el caso de los programas tradicionales respaldados por el FMI.

Según el comunicado del FMI: “Estas reformas representan un cambio significativo de la ayuda que el FMI les puede prestar a los países miembros, algo especialmente necesario en medio de la crisis mundial [...] Flexibilizando el crédito que otorgamos y simplificando la condicionalidad podremos responder eficazmente a las distintas necesidades de los miembros. Eso a su vez nos ayudará a superar la crisis y a recuperar un nivel de crecimiento sostenible”.

Dado que el acceso a la FCL está limitado a aquellos países que cumplen estrictos criterios de calificación, los giros sobre esta línea de crédito no están sujetos al cumplimiento de objetivos de política acordados con el país. La flexibilidad incorporada en el diseño de la FCL está relacionada con su acceso, con plazos de reembolso largos, con el hecho de ser renovable y con su doble uso para necesidades de balanza de pagos efectivas y contingentes (de carácter precautorio). De esta manera los recursos, en caso de ser desembolsados, harían parte de las reservas internacionales y tendrían su mismo uso (por ejemplo, intervención en el mercado cambiario).

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

- Garantiza el acceso de los países habilitados a los recursos del FMI de forma amplia e inmediata sin la condicionalidad tradicional (*ex post*).
- Línea de crédito renovable que, a discreción del país, puede ser usada inicialmente por un período de seis meses, o por un período de doce meses con un examen del derecho de acceso al cabo de seis meses.

- Plazo de amortización más largo (3,25 a 5 años, frente al plazo máximo de renovación de nueve meses de la SLF³).
- El acceso a los recursos del FMI se evaluará individualmente (la SLF tenía un límite fijo de acceso a recursos de 500% de la cuota respectiva del país miembro en el FMI).
- Flexibilidad para utilizar la línea de crédito en cualquier momento o para tratarla como un instrumento precautorio (algo que no estaba permitido en la SLF).

Los criterios de habilitación *a priori* son la esencia de la FCL y tienen por finalidad transmitir una señal de la confianza del FMI en las políticas del país en cuestión y en su capacidad para tomar medidas correctivas en caso necesario.

El elemento crucial del proceso de habilitación es una evaluación de que el país miembro cumpla con los siguientes requisitos:

- Contar con variables económicas fundamentales y marcos institucionales de política económica muy firmes.
- Estar implementando (y tener un historial sostenido de implementar) políticas muy sólidas.
- Mantener el compromiso de seguir implementando estas políticas en el futuro.

Los criterios pertinentes a efectos de evaluar si un país reúne los requisitos para un acuerdo en el marco de la FCL son los siguientes:

- Posición externa sostenible.
- Cuenta de capital en la que predominen los flujos privados.
- Historial de acceso continuo de entidades soberanas a los mercados internacionales de capital en condiciones favorables.

³ *Short term liquidity facility (SLF)*, o facilidad de liquidez a corto plazo que fue diseñada en una etapa temprana de la crisis para países con fundamentales sólidos. En contraste con el FCL, el SLF contempla un límite fijo de acceso a los recursos, un período de amortización corto, y la imposibilidad de usar dichos recurso de manera precautoria.

- Nivel de reservas relativamente holgado en el momento de solicitar la FCL con carácter precautorio.
- Finanzas públicas sólidas, incluida una situación sostenible 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 efectiva del sistema financiero.
- Transparencia e integridad en la información.

Teniendo en cuenta los riesgos macroeconómicos descritos y dado que Colombia cumple con los criterios de elegibilidad (según información suministrada por el Director para el Hemisferio Occidental del FMI en su momento), el Gobierno consideró prudente solicitar acceso a la nueva facilidad del FMI.

III. FCL PARA COLOMBIA Y SUS BENEFICIOS

El monto aprobado por el Directorio Ejecutivo del FMI equivale a DEG 6.966 millones (equivalente a 900% de la cuota de Colombia en el FMI de DEG 774 millones), o aproximadamente US\$10.400 millones, por un período de doce meses. El monto de recursos se determinó de acuerdo con las necesidades de la balanza de pagos del país y de tal forma que sea suficiente para compensar posibles presiones sobre ésta provenientes de un brusco cambio en la percepción de riesgo de los mercados externos.

El costo del acuerdo es de 0,267%⁴ anual (DEG 18.576.000, que equivalen a US\$27,7 millones aproximadamente) sobre el monto de los recursos

⁴ Este costo se calcula de la siguiente manera: 0,15% anual sobre el monto disponible hasta 200% de la cuota en el FMI y 0,30% anual sobre el monto disponible entre 200% y 1.000% de la cuota en el FMI. En el caso de Colombia, dado que el monto disponible aprobado equivale a 900% de la cuota en el FMI, el país paga 0,15% sobre los primeros 200% de su cuota en el FMI (DEG 2.322.000 sobre DEG 1.548 millones) y 0,30% sobre el monto restante que va hasta el 900% de su cuota en el FMI (16.254.000 sobre 5.418 millones). El total equivale a 0,267% sobre DEG 6.966 millones, es decir DEG 18.576.000.

disponibles. Este costo sería reembolsable si el país opta por hacer efectivo el préstamo de los recursos. La tasa de interés del crédito una vez desembolsado variaría en función del plazo de amortización. Adicionalmente, seis meses después de la fecha de aprobación, es decir, en noviembre de 2009, el equipo técnico del FMI hará una revisión de las condiciones económicas del país, sin que esto constituya cambios en las exigencias aprobadas en el acuerdo vigente. Como se mencionó, las autoridades han manifestado su intención de considerar este acuerdo como precautorio y no tienen planes de solicitar el desembolso de los recursos.

El nuevo acuerdo de Colombia con el FMI en el marco de la FCL reducirá los costos económicos y sociales de un choque externo más intenso que el actual, o más prolongado. Además, ayudará a reducir el costo del endeudamiento externo al bajar la prima de riesgo país y a evitar una eventual crisis.

México fue el primer país en anunciar su intención de acceder a la FCL el 1 de abril de 2009. El mercado recibió positivamente la decisión de ese país y desde ese momento varios analistas nacionales e internacionales sugirieron que Colombia debía seguir por ese camino. Por esta razón, era de esperar que el anuncio del país en la dirección seguida por México, y en la medida en que se hiciera anticipadamente y con una posición fuerte como la prevaleciente en ese momento, no vendría acompañado de pérdida reputacional. Efectivamente, la expectativa de que Colombia fuera un candidato óptimo para acceder a la nueva facilidad del FMI resultó en una reducción de la prima de riesgo soberano del país (medida a través del EMBI Colombia y de los CDS para Colombia de cinco años). Esta dinámica se vio reforzada una vez las autoridades económicas anunciaron formalmente la solicitud de acceso a la FCL a finales de abril.

Puesto que la línea se otorga a países con fundamentales económicos sólidos, el mantenerla envía una señal positiva de que Colombia dispone de recursos y cuenta con un manejo económico adecuado. Esto minimiza o atenúa los efectos de “contagio” ante una eventual intensificación de la crisis mundial. Además, el acuerdo facilitará la continuación de políticas monetarias y cambiarias contracíclicas, así como la financiación del Gobierno para ejecutar sus gastos.

Finalmente, es importante señalar que Colombia mantendrá autonomía en el manejo de sus instrumentos monetarios y cambiarios y continuará adelantando políticas macroeconómicas sanas.

*José Darío Uribe Escobar**
Gerente general

* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de José Tolosa, Subgerente Monetario y de Reservas. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República y son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.