

# NOTA EDITORIAL

## ¿CUÁNTO TIEMPO DEBE SOSTENERSE UNA TASA DE INTERÉS BAJA? COLOMBIA EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO

**L**as economías latinoamericanas experimentaron un choque muy fuerte en sus ingresos como resultado de la crisis global. Tanto sus términos de intercambio como los volúmenes de sus exportaciones disminuyeron notablemente, al tiempo que su PIB se redujo con la recesión global y el colapso del comercio internacional (Cuadro 1). Las remesas de los trabajadores residentes en el exterior, una importante fuente de ingreso nacional para varios países, también cayeron drásticamente. La pronunciada aversión al riesgo tras la quiebra de Lehman Brothers implicó primas de riesgo más altas para la deuda soberana de estas economías, lo mismo que depreciación de sus monedas y bajas en los precios de sus activos (gráficos 1 a 3).

Los desafíos que enfrentaban las autoridades monetarias pasaron, abruptamente, de contener las presiones inflacionarias relacionadas con precios de alimentos y materias primas crecientes, a intentar suavizar los efectos de ingresos rápidamente decrecientes. Inicialmente los altos niveles de la inflación, la devaluación de las monedas y la incertidumbre sobre los daños que podría ocasionar la crisis, impidieron que los bancos centrales actuaran con agresividad. No obstante, a partir de diciembre de 2008 la mayoría de ellos han reducido fuertemente sus tasas de interés de intervención (Gráfico 4).

**Cuadro 1**

**A. Términos de intercambio (para bienes y servicios)**

(índice 2000 = 100)

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Brasil</b>	98,3	102,1	108,6	112,4	118,4
<b>Chile</b>	118,4	130,9	166,2	169,3	148,7
<b>Colombia</b>	101	110,7	114,7	124,3	136,9
<b>México</b>	100,6	103,1	103,8	104,8	105,5
<b>Perú</b>	108,6	116,9	144,9	150,4	133,9

Fuente: Cepal.

**B. Volumen de exportaciones de bienes**

(índice 2000 = 100)

	2004	2005	2006	2007
<b>Brasil</b>	163,8	178,5	184,8	195
<b>Chile</b>	135,7	141,1	145,4	155,3
<b>Colombia</b>	116,4	127,7	135,7	143,3
<b>México</b>	105,1	112	124,4	126,5
<b>Perú</b>	152,4	175,1	175,5	179,5

Fuente: Cepal.

**C. Producto interno bruto**

(variación porcentual anual)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 <sup>a/</sup>
<b>Brasil</b>	5,7	3,2	4	5,7	5,1	-1,5
<b>Chile</b>	6	5,6	4,6	4,7	3,2	-3,4
<b>Colombia</b>	4,9	4,7	6,8	7,5	2,5	-0,35
<b>México</b>	4	3,2	5,1	3,3	1,3	-9,15
<b>Perú</b>	5	6,8	7,7	8,9	9,8	0,35

a/ Primer semestre.

Fuente: FMI, World Economic Outlook Database (WEO) abril de 2009. Para Colombia: DANE.

**Ítems de memorando**

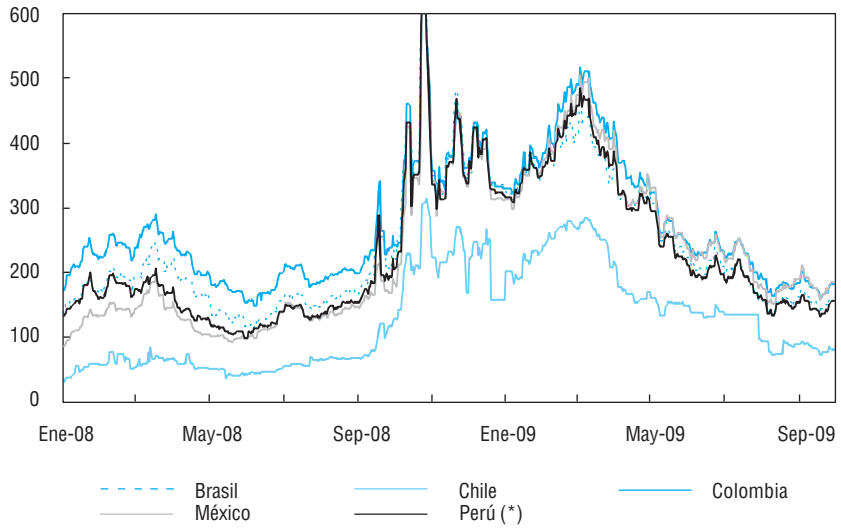
(variaciones porcentuales anuales)

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>PIB real mundial</b>	4,9	4,5	5,1	5,2	3
<b>Volumen de comercio mundial (bienes y servicios)</b>	10,7	7,8	9,1	7,3	3

Fuente: WEO, abril de 2009.

Gráfico 1

**Swaps de moratoria de deuda (CDS) 10 años  
América Latina**



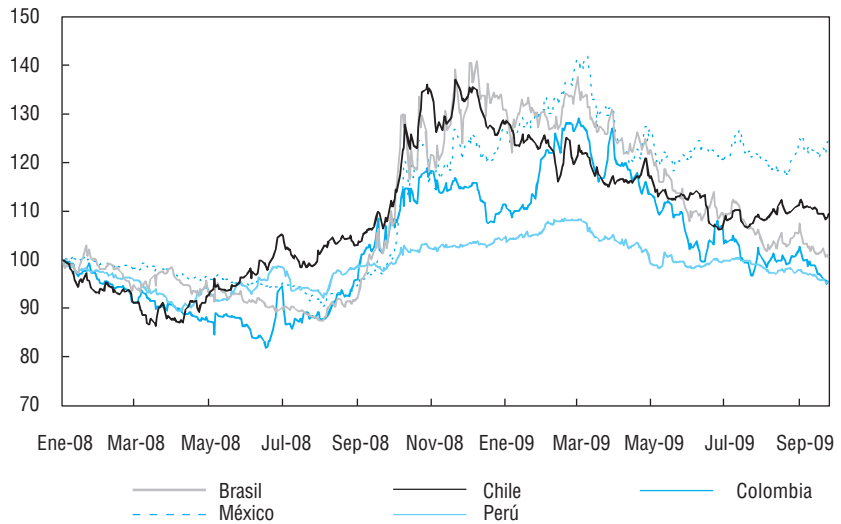
(\*) Perú 7 años.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

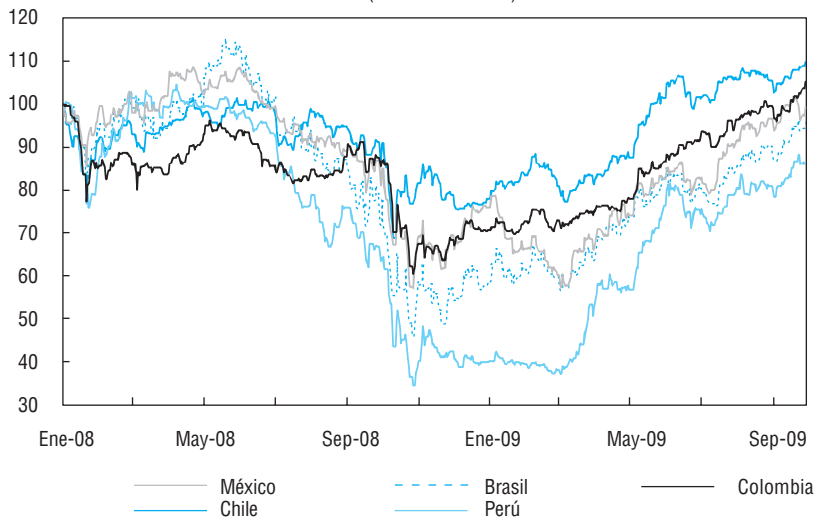
**Índice de tasa de cambio  
América Latina**

(enero 2006 = 100)



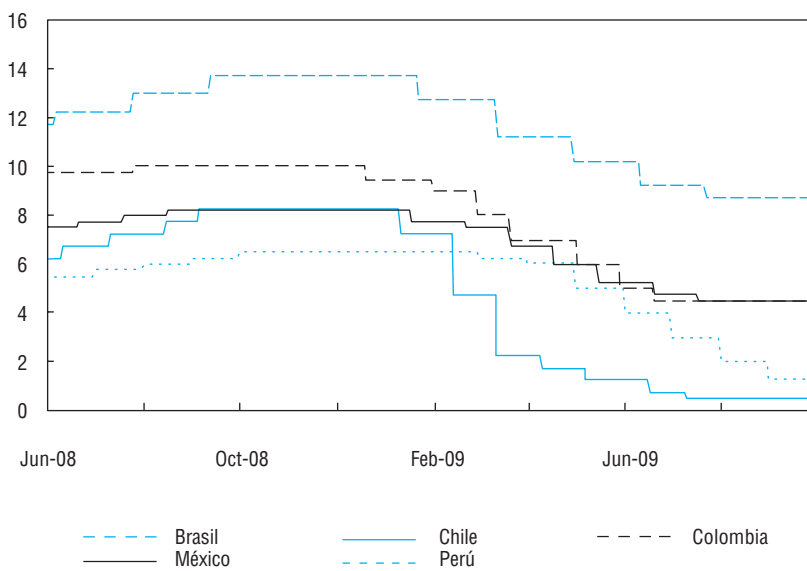
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 3**  
**Índice de precios de la bolsa**  
**América Latina**  
 (enero 2006 = 100)



Fuente: Bloomberg.

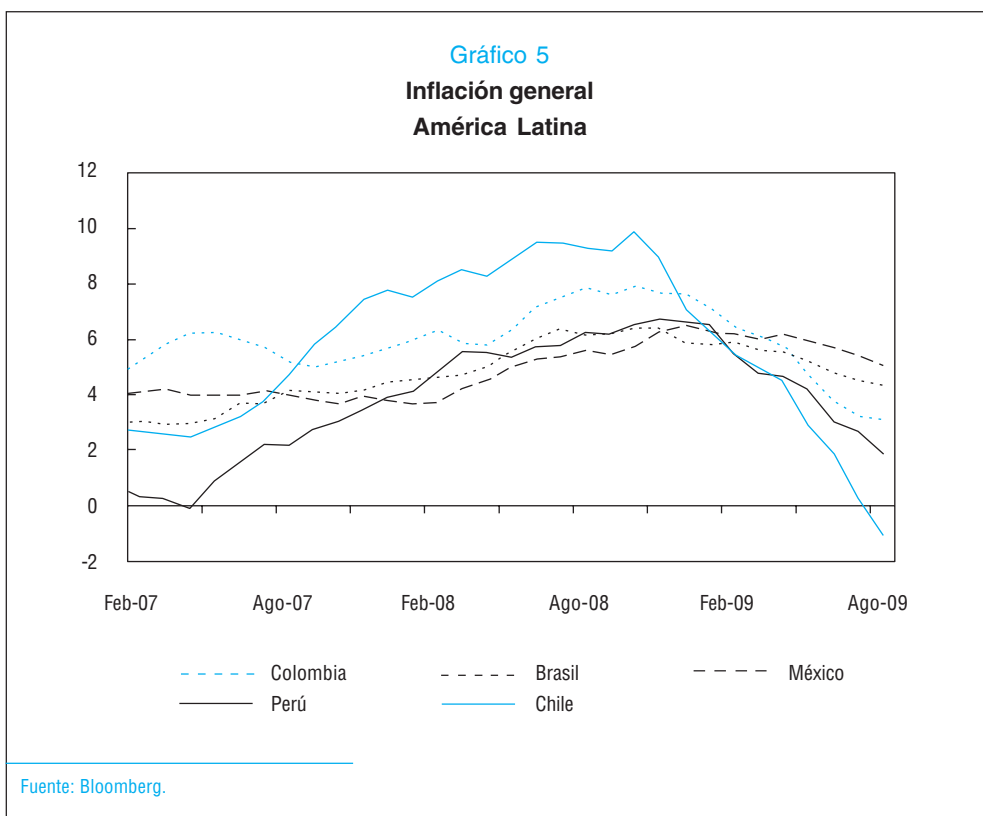
**Gráfico 4**  
**Tasa de interés de bancos centrales**  
**América Latina**



Fuente: Bloomberg.

Ésta fue una respuesta sin precedentes pues, en el pasado, los desajustes cambiarios o la existencia de regímenes de tasa de cambio vinculada con el dólar o con una canasta de monedas forzaban a los bancos centrales a hacer más restrictiva la política monetaria en medio de choques externos que inducían devaluaciones de las monedas. La reversión de los choques de precios relativos de 2007-2008 y las crecientes brechas del producto produjeron fuertes correcciones de la inflación (Gráfico 5) que, junto con bajos coeficientes de *pass-through* y desajustes cambiarios leves, permitieron a los bancos centrales de la región responder con firmeza a la crisis. Las tasas de interés han alcanzado niveles históricamente bajos en varios países como resultado de estas políticas monetarias contracíclicas. Por obvias razones, se plantea la pregunta de por cuánto tiempo se podrán mantener bajas las tasas de interés. A diferencia de lo que ocurre en varias economías desarrolladas, el sistema financiero de muchos países emergentes ha conservado su fortaleza a pesar del declive del producto y el gasto. Por tanto, la oferta de crédito no ha experimentado los daños retrocesos e interrupciones que típicamente siguen a las crisis financieras.

Ésta es la diferencia fundamental entre las perspectivas de la política monetaria en la región y en otras partes del mundo. Si aceptamos que se ha



evitado una depresión global, podemos afirmar que es probable que los sistemas financieros de Latinoamérica soporten la recesión internacional y que, una vez se recupere la demanda, el crédito fluirá hacia las familias y las empresas, para apoyar el crecimiento. De acuerdo con lo anterior, los factores relativos a los sistemas financieros locales no determinarán la necesidad de sostener una política monetaria expansiva.

A futuro la política monetaria en Latinoamérica se verá afectada, evidentemente, por la forma que adopte la recuperación de la economía mundial. Hasta ahora las grandes economías se han estabilizado gracias a enormes intervenciones públicas y a la acumulación de inventarios. Los efectos de las primeras se desvanecerán gradualmente, mientras que la segunda sostendrá la demanda sólo temporalmente. El riesgo, por tanto, consiste en que el consumo privado y la inversión no crezcan con suficiente rapidez como para sostener la recuperación más adelante. En tal caso, las condiciones externas para América Latina pueden mantener su actual fragilidad, por lo que la política monetaria continuará siendo, en su mayor parte, acomodaticia. La demanda de exportaciones será débil, los precios de los bienes exportados serán relativamente bajos, se mantendrá alta la aversión al riesgo internacional, todo lo cual implica brechas de producto negativas, monedas que se aprecian lentamente, y presiones inflacionarias no significativas.

Por otro lado, si la recuperación económica mundial demuestra ser sostenible, el panorama para los bancos centrales latinoamericanos puede cambiar rápidamente. La demanda de exportaciones y los términos de intercambio mejorarían, podrían cerrarse las brechas de producto y reaparecerían las presiones inflacionarias debidas a aumentos de la demanda y de los precios de los productos básicos. Como respuesta, se endurecería la política monetaria. La velocidad y la magnitud de tales ajustes seguramente mostrarán determinantes comunes, pero tendrán variaciones en los países de la región, dependiendo de sus condiciones particulares.

## *I. FACTORES COMUNES*

Un factor común tras las respuestas de la política monetaria tiene que ver con el nivel «natural» de la tasa de interés que enfrenta cada uno de los países. Después de todo, las nuestras son economías pequeñas y abiertas, para las cuales la tasa «natural» de interés es la tasa «natural» sin riesgo del

resto del mundo. En un escenario de recuperación, esta última probablemente se elevará, dado que los desbalances fiscales de los países en crisis coincidirán con mayores demandas de crédito de familias y empresas.

Sin embargo, este factor será parcialmente compensado por las bajas en las primas de riesgo soberano que se derivarán de una menor aversión global al riesgo. De hecho, esas primas ya han mostrado correcciones significativas con respecto a sus niveles posteriores a la crisis de Lehman Brothers (Gráfico 1), aunque en un escenario de recuperación son posibles nuevas reducciones. En conjunto, esos factores comunes pueden llevar a incrementos en las tasas de interés que dependerán de la fuerza de la recuperación.

## II. FACTORES ESPECÍFICOS POR PAÍS

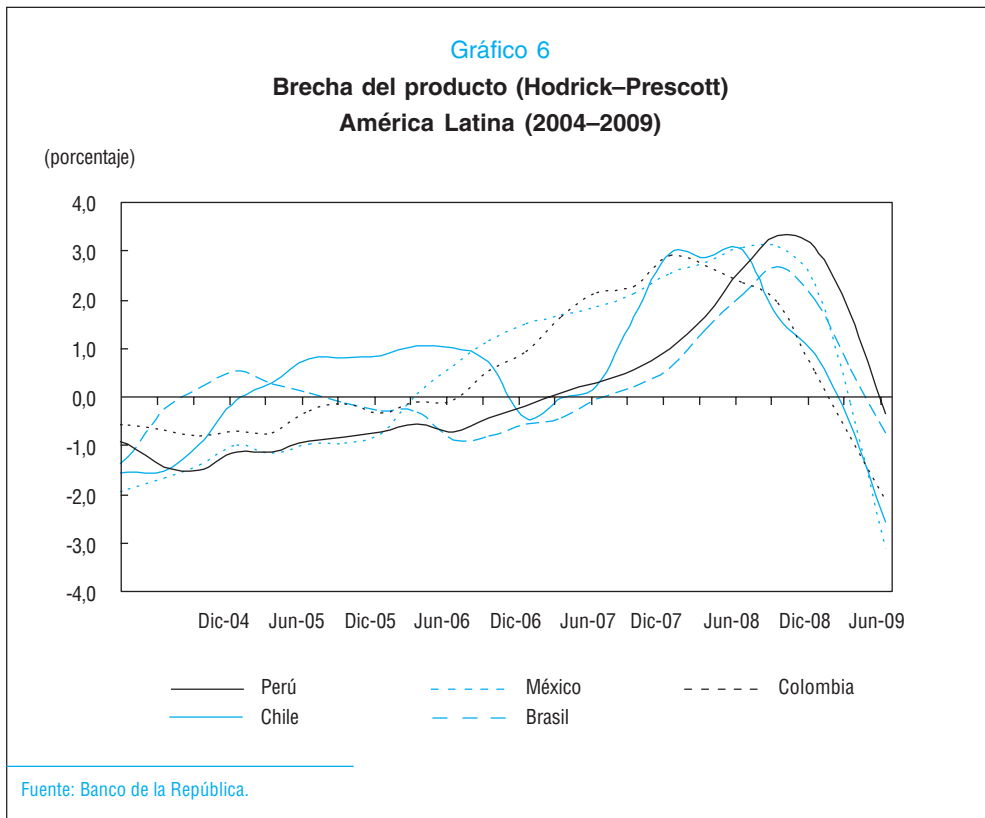
Los países latinoamericanos difieren en su tamaño y en el signo de las desviaciones de sus tasas de inflación con respecto a sus metas de largo plazo (Cuadro 2). Países como Chile y Perú tienen tasas de inflación por debajo o muy cerca de los límites inferiores de sus rangos meta, mientras que en Brasil y México la inflación todavía excede los rangos superiores de las metas o está muy cerca de ellos. En Colombia la inflación general está dentro de su rango meta de largo plazo, pero la inflación básica aún se acerca al límite superior del rango de meta. Puede afirmarse que las tasas de interés de intervención van a reaccionar con mayor rapidez en los países donde la inflación supera su meta.

Cuadro 2				
	Inflación general	Inflación básica <sup>a/</sup>	Meta de inflación 2009	Meta de inflación de largo plazo
<b>Chile</b>	-1	0,4	(2,0 - 4,0)	3,0
<b>Brasil</b>	4,36	5,32 <sup>b/</sup>	(2,5 - 6,5)	-
<b>México</b>	5,08	5,1	(2,0 - 4,0)	3,0
<b>Perú</b>	1,87	1,4 <sup>b/</sup>	(1,0 - 3,0)	-
<b>Colombia</b>	3,13	3,97	(4,5 - 5,5)	3,0

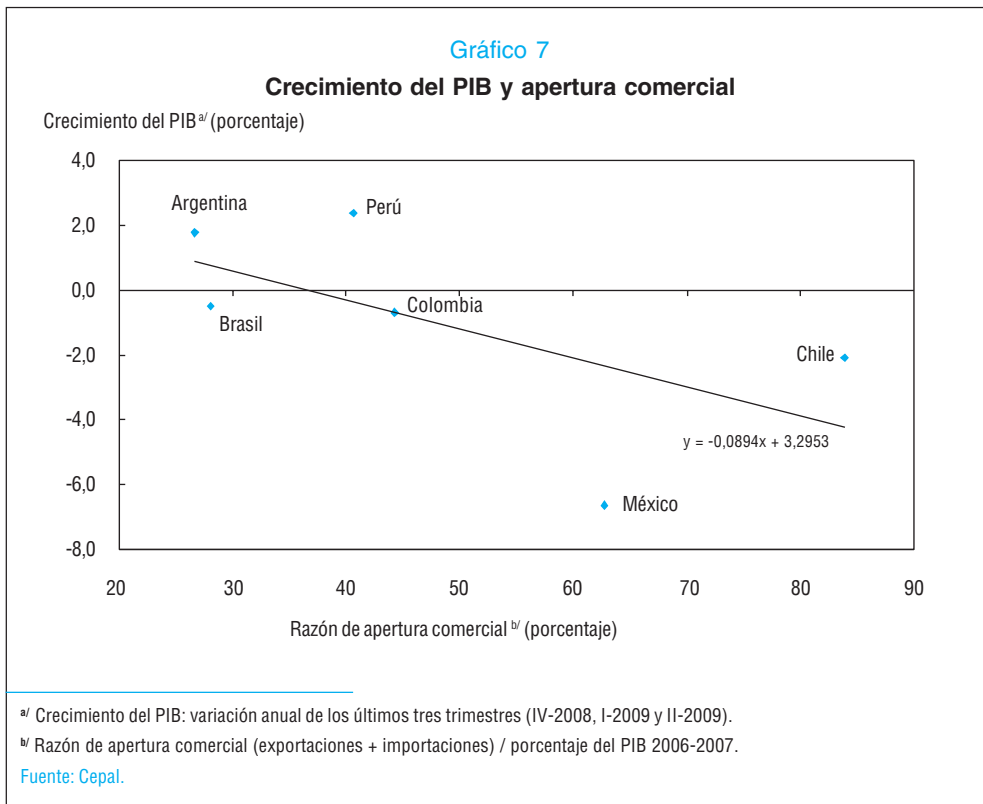
<sup>a/</sup> Índice sin alimentos ni energía.  
<sup>b/</sup> Índice sin alimentos.  
Fuente: bancos centrales y Bloomberg.

Sin embargo, esta conclusión debe examinarse con cuidado, pues el mismo hecho de que la inflación se haya situado por debajo de sus metas puede ser indicio de un mayor grado de flexibilidad de los precios. Si este fuera el caso, probablemente las tasas de interés deberían reaccionar *más rápidamente*, pero no con más lentitud, en la eventualidad de una recuperación. El comportamiento de la inflación en Chile y México puede sugerir algunos indicios en este sentido (Gráfico 5).

Las magnitudes observadas y proyectadas de las brechas del producto también determinarán los plazos y la intensidad del endurecimiento de la política monetaria. Una estimación poco sofisticada de las brechas del producto actuales, con base en filtros de Hodrick-Prescott, muestra mayores rezagos en Chile y México (Gráfico 6). No obstante, a futuro la brecha de producto puede cerrarse con mayor rapidez en esos países, puesto que sus economías son relativamente más abiertas y pueden beneficiarse mejor de una recuperación global. Ésta, por otra parte, es la misma razón por la que experimentaron caídas más fuertes en la recesión (Gráfico 7).







La mejora en los términos de intercambio que sigue a una recuperación internacional debe estimular el gasto en nuestras economías. Sin embargo, la intensidad de este efecto puede diferir entre países, dependiendo de la composición de sus canastas de importaciones y exportaciones, la distribución de los incrementos de los precios de sus bienes básicos, la estructura de propiedad de sus ingresos por exportaciones de bienes básicos (pública o privada) y la presencia de fondos de estabilización. Más aún, en la región la recesión pudo haber tenido efectos diferentes en el producto potencial. Las tasas de inversión decayeron a ritmos distintos en los países examinados durante el período 2006-2009 (Cuadro 3), lo que implica impactos divergentes sobre el PIB potencial y sobre la tolerancia de las respectivas economías ante nuevas presiones de gasto.

El comportamiento de la tasa de cambio de cada país puede también diferir en una recuperación. Si bien es probable que todas las monedas de la región se aprecien, dadas las posiciones fiscales y monetarias relativamente débiles de los Estados Unidos y otras economías desarrolladas, variaciones en los términos de intercambio y en las ganancias de crecimiento pueden implicar diferencias en ingresos externos, en los flujos de inversión

<b>Cuadro 3</b>				
<b>Inversión bruta como porcentaje del PIB</b>				
(porcentaje)				
	2006	2007	2008	2009 (I trimestre)
<b>Brasil</b>	16	18	20	17
<b>Chile</b>	25	27	30	20
<b>Colombia</b>	25	26	28	27
<b>México</b>	23	23	24	21
<b>Perú<sup>a/</sup></b>	19	21	26	24

a/ Banco Central de la Reserva del Perú.  
Fuente: Cepal.

extranjera directa y en las tasas de revaluación. Como es natural, esos factores incidirán de distinta forma en los comportamientos de la inflación y en las respuestas de política monetaria.

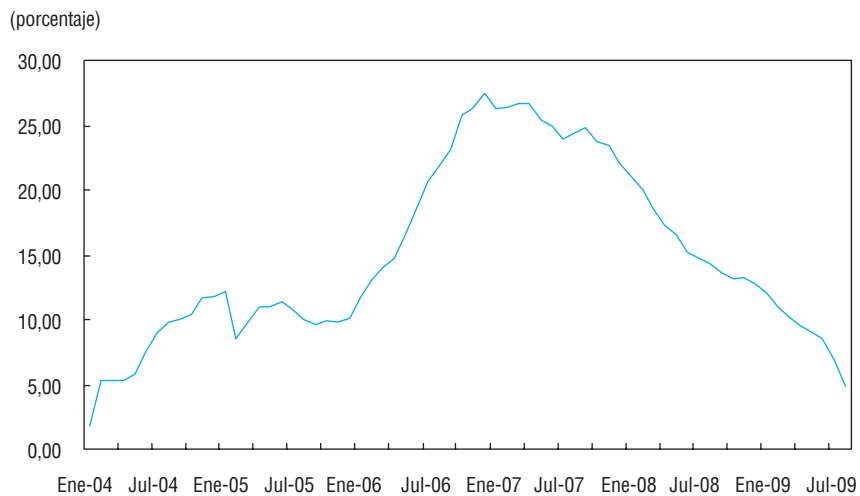
Por último, la combinación de políticas monetarias contracíclicas que adopte cada país también determinará el comportamiento futuro de los respectivos bancos centrales. En los países donde el componente discrecional de la política fiscal fue más restringido, la política monetaria debió asumir una mayor parte de la carga de la política contracíclica. Ello implica que, ante una recuperación, las tasas de interés de intervención tendrán que elevarse más rápidamente en esos países, a menos que las autoridades decidan adoptar medidas contracíclicas discrecionales cuando se entre en la fase ascendente.

### **III. COLOMBIA**

Las reflexiones anteriores son útiles para entender el caso colombiano frente a países comparables en la región. Para empezar, el sistema financiero colombiano mantuvo su fortaleza durante la caída. El crecimiento del crédito ha bajado, sobre todo como consecuencia de una desaceleración en su demanda, pero todavía muestra tasas positivas y altas en términos reales (Gráfico 8). Esto tiene dos implicaciones. En primer lugar, la debilidad del sector financiero no es un condicionante de la política monetaria; segundo, los mecanismos de transmisión de esta política siguen funcionando

Gráfico 8

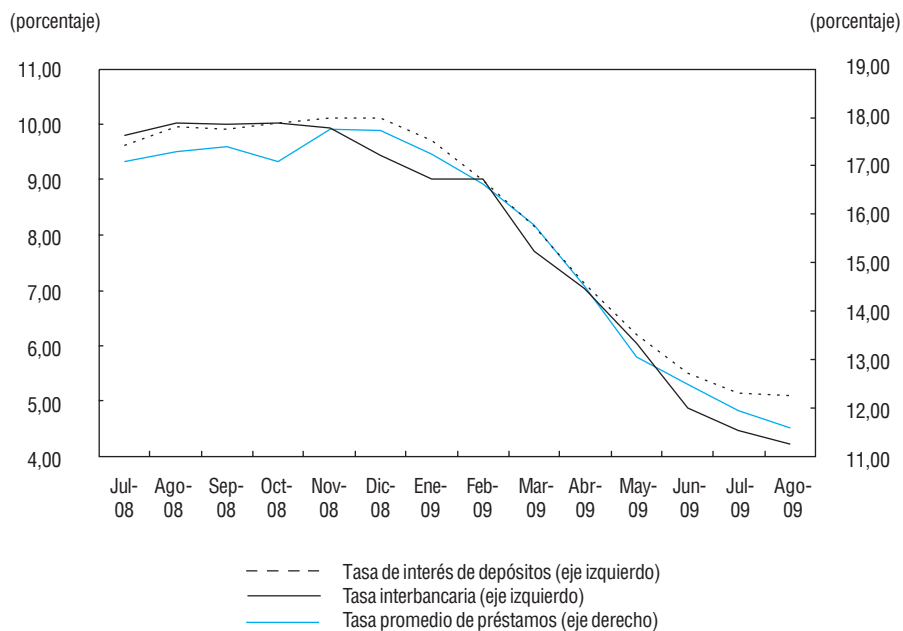
Crecimiento del crédito en términos reales



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 9

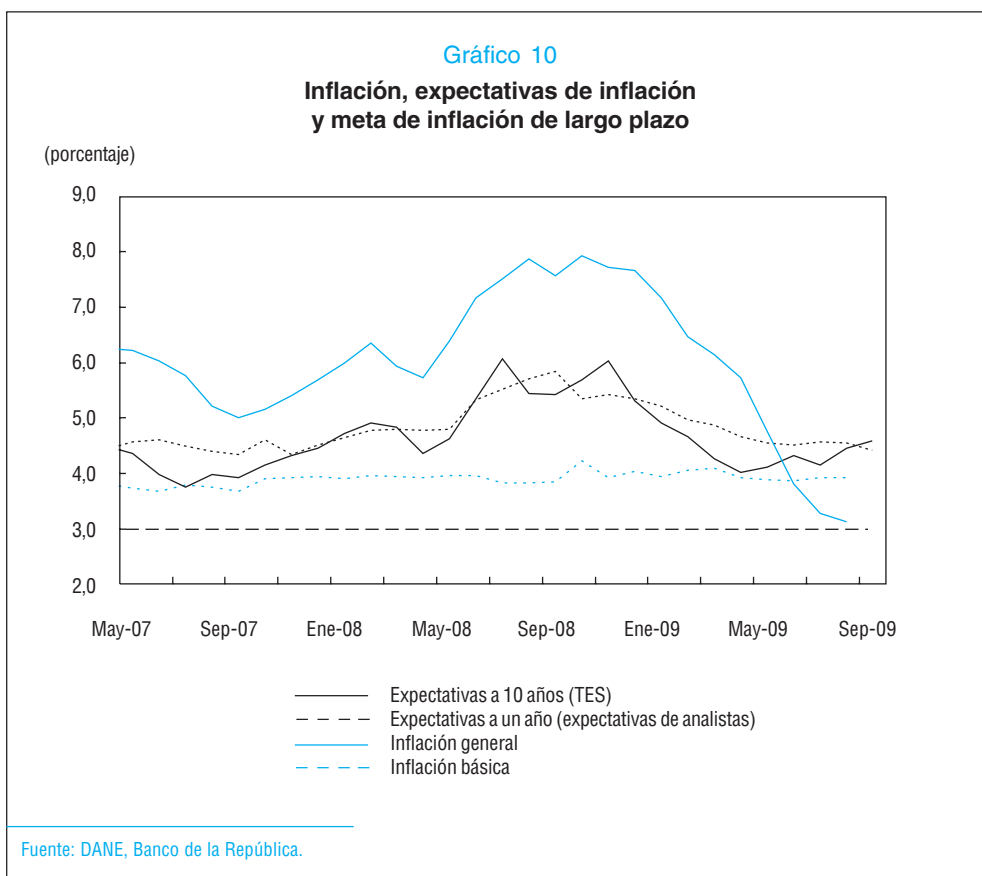
Tasas de interés de mercado



Fuente: Banco de la República.

normalmente, como lo demuestra la respuesta de las tasas de interés de mercado a las variaciones de la tasa de intervención (Gráfico 9). En consecuencia, la oferta de crédito mantiene una fluidez adecuada y las decisiones de consumo continúan respondiendo a los impulsos monetarios.

Con respecto a la tasa de interés «natural», el Banco de la República —al igual que los demás bancos centrales de la región— deberá aceptar mayores niveles en caso de que se presente una recuperación global substancial. Como se mencionó, la inflación general en Colombia está dentro del rango meta de largo plazo, pero las mediciones de inflación subyacente y de expectativas inflacionarias están en general por encima de dicho rango (Gráfico 10). La fuerte caída de la inflación en 2009 se ha debido casi en su totalidad a la reversión de los choques de precios relativos de 2007-2008. A futuro, esto impone límites a la política de expansión y seguramente exigirá una reacción oportuna de parte del banco central si se materializa el escenario de recuperación.



Colombia da la impresión de ser un caso intermedio de rigidez de precios en el contexto regional. Alrededor de 15% de los bienes de la canasta del IPC está compuesto por ítems con precios regulados, mientras que un 9% adicional pueden caracterizarse como «fuertemente indexados». En general, los precios de los alimentos no están regulados y fluctúan con los precios internacionales, la tasa de cambio o circunstancias locales (clima, cosechas, demanda, etc.). La relativa estabilidad del indicador de inflación básica que excluye los precios de los alimentos y los regulados, a pesar de los movimientos considerables de la tasa de inflación general (Gráfico 10), es una muestra de que hay un grado relativamente moderado de indexación con respecto a la inflación *anual* del período anterior. Por tanto, una recuperación que impulse el producto, o las expectativas de inflación, probablemente requerirá una respuesta del Banco de la República que, a su vez, podrá caracterizarse como «intermedia» con respecto a la región.

La brecha del producto cayó de un valor estimado alrededor de 1% en 2008 a aproximadamente -2,5% en 2009. Aun así, el crecimiento en Colombia ha mostrado una de las repuestas más moderadas de la región (Cuadro 1). Si bien esto puede reflejar el hecho de que el país empezaba a experimentar una desaceleración *antes* de la crisis internacional, también puede ser el resultado de que se trata de una economía relativamente cerrada, de su relación especial con Venezuela y del retraso en el avance de algunos programas de obras públicas desde 2008.

En este sentido, las perspectivas de una rápida corrección de la brecha del producto con una recuperación global pueden ser más inciertas que para otros países de la región. En primer lugar, la restricción en la apertura puede implicar una respuesta relativamente moderada ante una creciente demanda global; segundo, el comercio con Venezuela puede enfrentar nuevas interrupciones, que implicarían serios choques para varios sectores manufactureros.

Por otra parte, alzas en los precios de los productos básicos pueden estimular inversión extranjera directa adicional en los sectores petrolero y de minería (carbón y níquel) y mejorarían la posición fiscal. Sin embargo, la magnitud del impacto de estos fenómenos sobre la demanda agregada también es incierta. Una parte considerable del ingreso adicional va a compañías multinacionales, el Gobierno está legítimamente preocupado por mantener una deuda externa sostenible, y los precios crecientes de los

bienes básicos pueden elevar los costos de producción y restringir el poder adquisitivo del ingreso de los hogares.

La inversión en Colombia era bastante dinámica antes de la crisis y se ha mantenido relativamente fuerte durante la recesión. Junto con los puntos planteados con respecto al gasto agregado, esto significa que la economía podría tolerar presiones de gasto moderadas sin sufrir grandes consecuencias inflacionarias. Ello significa también que las condiciones esperadas deben mejorar significativamente para inducir incrementos importantes en la inversión en algunos sectores de la economía.

También existe gran incertidumbre con respecto a la magnitud de la apreciación del peso en el futuro. Recientes descubrimientos petroleros y crecientes precios del producto ante una recuperación sugerirían presiones adicionales para la revaluación, especialmente si hay flujos de inversión hacia el país para aumentar la exploración y la explotación. Por el contrario, exportaciones decrecientes hacia Venezuela inducirían una depreciación del peso, pues muchas firmas pueden encontrar dificultades para encontrar mercados sustitutos.

Finalmente, la política fiscal contracíclica en Colombia se limitó a la operación de estabilizadores automáticos y a la actualización de algunos programas de obras públicas. La insuficiencia de políticas contracíclicas durante los años de auge implicó posibilidades limitadas para la estabilización durante la recesión; por tanto, la política monetaria ha llevado la mayor parte de la carga de la política contracíclica. Cuando mejoren las condiciones externas, cualquier ajuste de las tasas de interés dependerá de la fortaleza de la recuperación y del grado en el que el Gobierno ejecute políticas contracíclicas.

En resumen, existen factores que apuntan en la dirección de un ajuste de las tasas de intervención en Colombia, que dependerá de la intensidad de la recuperación mundial. Factores como que la inflación básica y las expectativas de inflación se mantienen por encima de sus metas de largo plazo, los precios continúan siendo moderadamente rígidos, y hay poco campo de acción para una restricción por parte de la política fiscal, en las condiciones actuales forzarían un aumento de la tasa de interés del banco central. En contraposición, la incertidumbre sobre la respuesta de la brecha del producto y la tasa de cambio ante una recuperación internacional, especialmente cuando se consideran las interrupciones en el comercio

con Venezuela, implicarían una reacción más cautelosa. Solamente el desarrollo de los acontecimientos despejará el escenario en el que se va a mover la economía.

*José Darío Uribe*  
*Gerente General\**

---

\* Conferencia de Investor Seminar at the Time of the IMF/World Bank Annual Meetings 2009, para el panel «Emerging Markets in the Context of the End of the Global Recession», organizado por JP Morgan, el 3 de octubre de 2009, en Estambul. 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.