

NOTA EDITORIAL

CONTRIBUCIÓN A LA DISCUSIÓN DEL PANEL 12 DE LA CONFERENCIA ANUAL *ESTABILIDAD FINANCIERA, POLÍTICA MONETARIA Y BANCA CENTRAL*

Nos dirigimos hacia una crisis global masiva y es poco lo que podemos hacer al respecto; por supuesto, es difícil aspirar a predecir con exactitud cómo nos afectará. Tampoco podemos esperar a salir ilesos de ella.

Sin embargo, se pueden manejar ciertos riesgos, escogiendo los más probables o los más graves, y tratando de prepararnos para afrontarlos. Ahora bien, también están los riesgos desconocidos. Aquí se expondrá por qué se debería intentar ganar cierta flexibilidad durante las fases expansivas del ciclo para tener alguna libertad de actuar cuando sea necesario.

Como punto de partida se presenta un breve resumen de la experiencia colombiana reciente al describir su contexto macroeconómico, y luego hacer una reflexión sobre la exposición colombiana a la crisis actual.

Brevemente, puede decirse que las variables fundamentales de la economía colombiana y la estructura de la política están en buenas condiciones.

En particular, nuestro crecimiento tiene ahora un ritmo sostenible y los estados financieros del sector privado son razonablemente robustos. Hemos mejorado el marco regulatorio y afinado nuestra estrategia para el manejo de la crisis. El crecimiento será bajo el año entrante, pero al menos se puede esperar que la recuperación sea relativamente rápida, dado que nos apoyamos en las fortalezas subyacentes que se mencionaron.

Se ha alcanzado esta estabilidad, en alguna medida, porque desde el año 2006 se ha ejecutado una política restrictiva durante buena parte de la fase expansiva del ciclo. Es oportuno enfatizar que un componente importante de la tarea de quienes elaboramos la política económica en países como Colombia es asegurar que estemos en una posición firme cuando emerge una crisis. Una buena estrategia para ello es ir “en contra de la corriente” durante tanto tiempo como sea posible; en esta forma se presiona a la economía para retornar a una senda sostenible, aun cuando se enfrenten choques externos muy grandes. Como se explicará, algunas veces esto significa que hay que trabajar tanto en la dimensión de la política monetaria como en la de la estabilidad financiera.

Como punto de partida ubiquémonos en 2004 y 2005: la economía colombiana estaba apenas terminándose de recuperar de la profunda y larga recesión que experimentamos tras las crisis asiática y rusa. A comienzos de 2006 esa recuperación se transformaba rápidamente en un auge: la inflación se aceleraba y la demanda interna crecía mucho más rápido que el PIB. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentaba, a pesar de que nuestros términos de intercambio mejoraban. Además, se presentó una súbita explosión del crecimiento del crédito en el segundo semestre de 2006, que incorporó a nuevos y más riesgosos deudores al sistema crediticio y debilitó los estados financieros de nuestras empresas y hogares.

Sin las ventajas de una mirada retrospectiva es casi siempre difícil valorar la sostenibilidad de la trayectoria que sigue una economía, en particular una en la que las condiciones de seguridad y las circunstancias externas han mostrado mejoras tan importantes como las registradas en los últimos años en Colombia. Se hubiera podido afirmar que el gran crecimiento de la inversión extranjera directa era una consecuencia natural de las mejoras en la seguridad y la mayor confianza en el país. En forma similar, la profundización financiera podía ser vista como un desarrollo bienvenido en un país que estaba saliendo de una crisis financiera,

donde el acceso a los servicios del sistema financiero todavía es muy restringido para gran parte de la población.

En nuestro caso, lo que nos alertó sobre que la economía se desviaba de una trayectoria sostenible fue simplemente la *velocidad* con la que ocurrían algunos de estos fenómenos. Por ejemplo, el crecimiento real del crédito del sector financiero pasó de 10% anual en diciembre de 2005 a 27% un año después. El promedio de la inflación básica medida por el IPC pasó de 3,5% en abril de 2006 a 4,8% un año más tarde. El déficit de la cuenta corriente se amplió de 1,8% del PIB en la segunda mitad de 2006 a 3,6% del PIB en los primeros seis meses de 2007.

Las expansiones excesivas perjudican la estabilidad, tanto macroeconómica como financiera; por consiguiente, la autoridad monetaria respondió con un alza de las tasas de interés, al subirlas en total 400 puntos básicos entre abril de 2006 y julio de 2008.

Sin embargo, la demanda y el crédito crecían tan velozmente que esto no era suficiente. Por otra parte, las autoridades estaban preocupadas por la aparición o el empeoramiento de desajustes en los balances de los agentes de los sectores público y privado, una lección que se había aprendido con dolor a finales de los años noventa.

En consecuencia, además de los incrementos en la tasa de interés del banco central, en 2007 se establecieron encajes marginales para desacelerar el flujo del crédito bancario. Además, la entidad que vela por la estabilidad financiera colombiana incrementó las provisiones exigidas a los bancos para sus préstamos y puso en operación un nuevo sistema para la administración del riesgo crediticio.

Otras estrategias incluyeron la acumulación más acelerada de reservas internacionales durante esta fase de expansión, y en 2007 la adopción de medidas para hacer más costoso el endeudamiento externo de corto plazo, lo mismo que limitaciones a los desajustes de activos y pasivos en divisas, y al riesgo de liquidez del crédito en moneda extranjera.

En más detalle:

- Se mantuvieron los límites previamente existentes para los bancos y otras entidades financieras en la posición neta de los activos denominados en moneda extranjera, como proporción de su patrimonio.

Estos límites buscan controlar los desajustes de monedas de los intermediarios financieros.

- Los bancos están autorizados a endeudarse en el exterior sólo para hacer préstamos denominados en divisas en Colombia o para cubrir compras a futuro de monedas extranjeras. En ambos casos el plazo de la financiación externa debe ser mayor que el del préstamo interno o el vencimiento de la operación de compra. En esta forma se limitan los desajustes de monedas y de plazos de los bancos locales.
- Se exigió a los bancos y otras entidades financieras tener una posición neta “de caja” positiva en sus activos en divisas, equivalente a un porcentaje de su patrimonio. Esto garantiza que los activos líquidos en moneda extranjera sean mayores que los pasivos corrientes en divisas, lo que reduce el riesgo de liquidez en moneda extranjera del sistema financiero. También hay un tope superior a esa posición “de caja” en los activos denominados en divisas, para evitar presiones excesivas sobre la tasa de cambio en episodios de devaluación rápida.
- Se reactivó el requisito de constituir depósitos sobre el endeudamiento externo y las inversiones de portafolio, para desincentivar los flujos de capital de corto plazo y reducir la vulnerabilidad de la economía ante una devolución súbita de tales flujos.
- Se impuso un límite a la posición bruta en derivados de operaciones en divisas de los bancos y otras entidades financieras, proporcional a su patrimonio. Dicho límite busca reducir el riesgo de contraparte de los intermediarios financieros en el mercado de derivados en moneda extranjera.

Estas medidas han dado resultado, pues estamos en una buena posición para afrontar la crisis. Nuestra demanda interna se ha frenado un poco; y la tasa de crecimiento del primer semestre de 2008 está 4,9% por encima de la que se registró en los mismos seis meses de 2007. Unido a esto, el déficit de la cuenta corriente ha dejado de expandirse. El crecimiento real del crédito de nuestro sistema financiero ha bajado de más de 20%, a un más sano 13%. Nuestro sistema financiero tiene una relación ponderada de riesgo de capital de 13,9%, muy por encima del mínimo recomendado por Basilea II. Los bancos han aumentado considerablemente sus provisiones,

como consecuencia de la nueva reglamentación. Las reservas internacionales equivalen actualmente a cerca del 35% de los depósitos en el sector financiero.

Las mencionadas regulaciones cambiarias restringieron las actividades de intermediación en moneda extranjera de los bancos locales. Al tiempo, esa reglamentación restringió tanto el endeudamiento externo de corto plazo como los desbalances de monedas del sector privado, lo mismo que sus posibilidades de adoptar posiciones especulativas en divisas excesivamente grandes. Como resultado, en Colombia está bastante reducido el riesgo de liquidez en moneda extranjera.

No sobra señalar que nuestra tasa de inflación continúa siendo más alta de lo deseable; sin embargo, confiamos en que pronto aparecerán señales más claras de que está reduciéndose.

En síntesis, la autoridad monetaria ha generado un espacio suficiente como para reaccionar activamente ante la crisis, sin importar de qué forma nos ataque, debido principalmente al conjunto de medidas preventivas que se tomaron al evaluar los riesgos que se acumulaban en la etapa expansiva del ciclo.

Se debe anotar también que la desaceleración del crecimiento —de una tasa alta, de 8% en 2007, a otra que puede estar entre 3% y 4% en 2008— es más fuerte de lo que se hubiera previsto o deseado; sin embargo, no toda esta desaceleración es consecuencia de las decisiones de política económica.

De hecho, otro factor importante para la caída de la tasa de crecimiento es la inflación misma. Los fuertes incrementos en los precios que experimentamos en la fase expansiva empezaron a afectar negativamente el ingreso real de los consumidores en 2008. En países como Colombia, donde el acceso al sector financiero es relativamente restringido, el consumo sigue muy de cerca la evolución del ingreso real.

En este sentido, la fuerte desaceleración del ingreso real era inevitable, pues la determinaba un ajuste hacia arriba, no recurrente, de los precios relativos de la energía y los alimentos a nivel global. No obstante, continúa siendo responsabilidad del banco central asegurarse de evitar que este ajuste de precios relativos se extienda como una inflación generalizada

y sin control. De otra manera el crecimiento se hubiera reducido todavía más.

Es conveniente apartarse del tema central para dar un mensaje claro contra las expectativas de quienes piensan que en el futuro podríamos tener ganancias en términos de crecimiento si permitimos que la inflación se descontrole, por lo menos esto no sucedería en países como Colombia. Es importante tener esto en cuenta en las discusiones actuales sobre el manejo del riesgo.

¿Cómo se ven los riesgos financieros en Colombia? Específicamente, ¿cómo puede afectar a Colombia esta crisis?

Hasta ahora el efecto principal ha sido hacer más costosa la financiación externa. En los últimos meses la prima de riesgo de nuestros préstamos externos ha subido, nuestra moneda se ha devaluado y han caído los precios de nuestros bonos y nuestras acciones.

Es probable que en el futuro esto se intensifique. También podemos esperar flujos de remesas e inversión extranjera directa mucho menores que en el pasado. Esta escasez, a su vez, alimentará las alzas en el costo del endeudamiento interno para los hogares y las empresas.

Otro canal mediante el cual puede afectarnos la crisis es el de la caída de la demanda mundial. Dicha baja reducirá tanto el crecimiento en volumen como los precios de nuestras exportaciones, afectando la producción local, el ingreso y el empleo. Ello empeorará inevitablemente los estados financieros de nuestro sector privado. En conjunto, ello significará un alza importante del *riesgo crediticio*.

Sin embargo, y en parte gracias a nuestras acciones preventivas, nuestros hogares no están tan endeudados como para presentar grave riesgo de incumplimientos significativos, como ha ocurrido en los Estados Unidos. Existen hogares de bajos ingresos que tendrán serias dificultades para cancelar sus deudas en los próximos años; sin embargo, las provisiones de los bancos permitirán superar dicho problema. De esta forma, los cambios en la regulación que impuso la autoridad de supervisión financiera en los últimos años han ayudado a contener el riesgo de crédito.

En términos generales nuestro sector empresarial está mucho menos expuesto que los hogares. Por una parte, el porcentaje de sus pasivos de

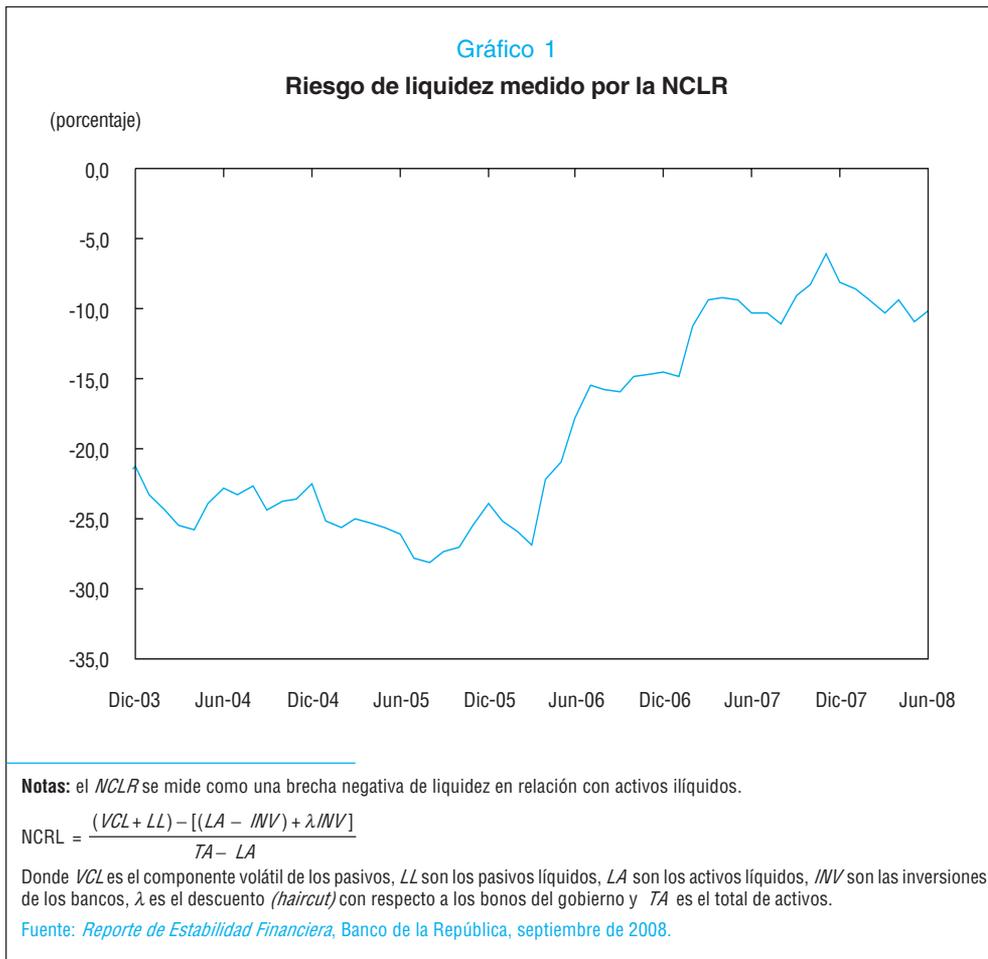
corto plazo denominados en moneda extranjera es relativamente pequeño. La evidencia muestra que la recesión de finales del siglo pasado en Colombia fue muy prolongada debido a que las firmas debieron cancelar aceleradamente préstamos que habían financiado malas inversiones y lo hicieron por medio de una drástica reducción del consumo. En esta ocasión, gracias a las regulaciones cambiarias, no esperamos que sus estados financieros se deterioren tanto y, por ende, se necesitarán menos sacrificios para recuperarlos.

Una segunda amenaza es un aumento del *riesgo de liquidez*. El Gráfico 1 muestra la evolución de la proporción de obligaciones descubiertas del sistema bancario colombiano (NCLR: *non-covered liabilities ratio*). Puede observarse que, de acuerdo con esta medición, el riesgo agregado de liquidez, que es negativo, se mantiene en niveles bajos. Sin embargo, ha aumentado desde noviembre de 2007 y muy probablemente se elevará con la presente crisis.

Por supuesto, tenemos que hacer un seguimiento permanente al tema de la liquidez, porque queremos evitar que cualquier problema en este campo genere reacciones excesivas en las tasas de créditos al detal y estimule el riesgo de crédito. En este orden de ideas, es muy positivo que esté en proceso de implementación nuestro nuevo sistema de control del riesgo de crédito (denominado SARL), desarrollado conjuntamente con la Superintendencia Financiera de Colombia, el cual debe estar en pleno funcionamiento en abril de 2009.

También está el *riesgo de mercado*. Es claro que el alza de las tasas de interés presionará a la baja los precios de los bonos nacionales, pero nuestras entidades financieras han reducido sustancialmente, hasta niveles más seguros, su exposición a tales instrumentos. Un ejercicio de *prueba de estrés (stress testing)* suponiendo un alza de 200 puntos básicos en la tasa de interés de los bonos sugiere que el conjunto de las entidades crediticias tendría pérdidas ligeramente superiores al 10% de sus utilidades anuales.

Esta es la forma como vemos nuestro manejo de los riesgos esperados; aunque la experiencia muestra que no estamos en capacidad de anticipar todos los riesgos, ni de administrarlos de antemano. Por tanto, es necesario resaltar que es importante contar con una amplia gama de instrumentos a disposición de las autoridades económicas.



Un grupo de tales herramientas tiene relación con la estabilidad financiera. En Colombia contamos con varias opciones para suministrar liquidez a los mercados; por ejemplo, podemos ajustar los requisitos de encaje o usar las ventanillas de préstamos de última instancia, que fueron optimizadas en la pasada crisis financiera (1998-2000).

En cuanto a las acciones de política monetaria, es clave señalar que es muy importante que las variables fundamentales estén sólidas cuando llega la crisis. En segundo lugar, cabe resaltar que el esquema de política monetaria establecido debe ser suficientemente flexible como para permitir que actuemos sin perder credibilidad. Ese es precisamente el caso del régimen de meta de inflación colombiano. Como se anotó, si actualmente nos preocupa la inflación se debe a que una inflación alta y volátil tiene costos tangibles en lo que se refiere al crecimiento, inclusive en el

corto plazo. Tan pronto como se vean signos de que la inflación retrocede tendremos más espacio para reaccionar ante una crisis. En tercer lugar, baste mencionar que la flexibilidad en el mercado cambiario ha traído beneficios, quizá porque hemos estado en capacidad de minimizar los desajustes de monedas en los estados financieros de los diversos agentes.

José Darío Uribe
*Gerente General**

* Este documento fue preparado para la XII Conferencia Anual del Banco Central de Chile, realizada en Santiago de Chile los días 6 y 7 de noviembre de 2008. Las opiniones son de la exclusiva responsabilidad del Gerente General y, por tanto, no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.