

# NOTA EDITORIAL

## ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA Y EL MERCADO DE CAPITALES

Intervención del doctor José Darío Uribe,  
Gerente General del Banco de la República,  
en el XIX Simposio de Mercado de Capitales,  
mayo de 2007.

**C**uando Fernando Tenjo, quien participó activamente en la definición temática de este simposio, me informó que en la Asobancaria querían que los acompañara en este evento, hizo énfasis en que el tema para tratar fuese «algunas consideraciones generales sobre la política monetaria y el mercado de capitales». Luego, me dijo que eso quería decir que el comité técnico no estaba interesado en esta oportunidad en un análisis de la coyuntura monetaria y cambiaria del país.

Mucho me temo que la última afirmación fue una opinión personal del doctor Tenjo, pero una opinión claramente justificada. El Simposio de Mercado de Capitales, desde su inicio en los años setenta, no ha sido un evento para analizar las decisiones de política económica, y, además, tanto los codirectores del Banco como yo constantemente exponemos en distintos escenarios las políticas de la Junta Directiva. Por ejemplo, el día 11 de mayo presentaré el *Informe sobre Inflación* del primer trimestre del año por el Canal Institucional de televisión.

No puedo pasar por alto, sin embargo, que la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) tomó hace pocos días nuevas decisiones de política, ni puedo negar que recientemente se haya acentuado el debate económico en el país. Comparto plenamente las críticas de quienes están inconformes con el aumento de la inflación y su desviación del rango meta. Esto muestra un país que es consciente de los enormes beneficios económicos y sociales de tener una inflación baja, estable y predecible. Pero, no comparto los argumentos y recomendaciones de política de algunos analistas (afortunadamente pocos), que traerían como consecuencia la aceleración de la inflación, o comprometerían la estabilidad financiera del país. Muchos de estos argumentos provienen de quienes creen que las políticas del Banco de la República pueden afectar de manera permanente la tasa de crecimiento del producto y el empleo, o el nivel de tasa de cambio real, desconociendo los avances de la teoría económica en las cuatro décadas precedentes y las enseñanzas derivadas del estudio de la experiencia de otros países.

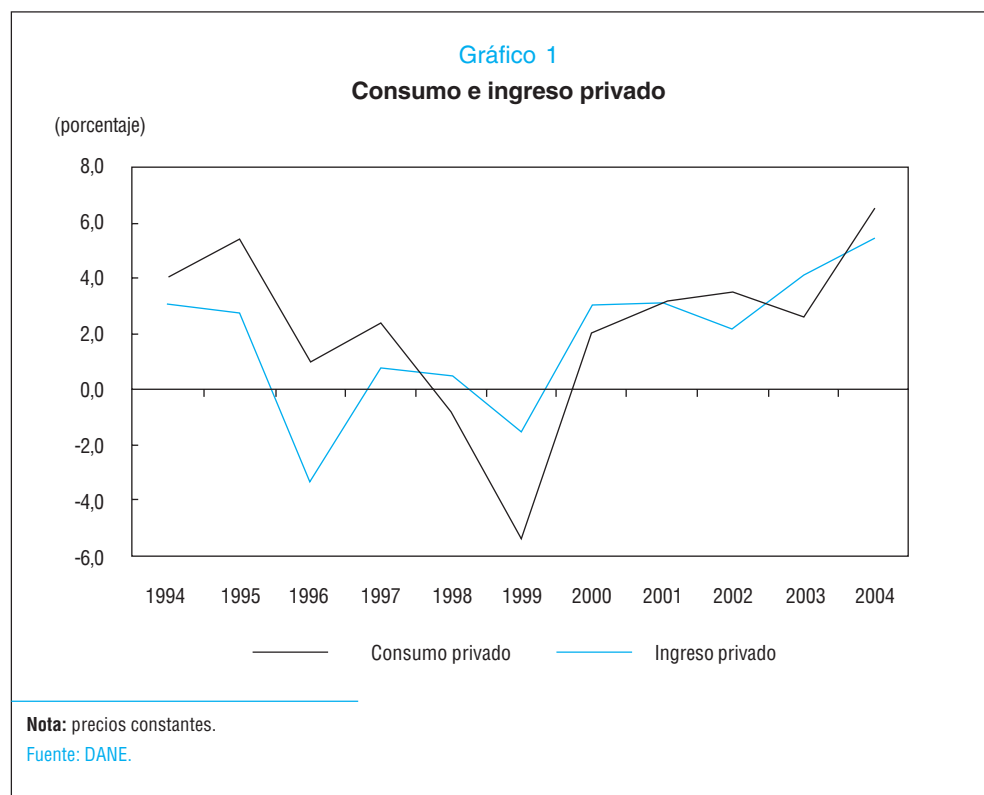
Con el fin de combinar la idea inicial de los organizadores del simposio con un análisis de las medidas adoptadas recientemente por la JDBR, a continuación me enfocaré en un segmento clave del mercado de capitales: el mercado de depósitos y préstamos a los hogares. Lo haré por dos razones: la primera, las decisiones de los hogares en cuanto al consumo, el ahorro y la inversión en capital humano inciden crucialmente sobre el comportamiento de la economía en el corto y el largo plazos. Esto significa, además, que decisiones equivocadas en este mercado tienen altos costos económicos y sociales. La segunda, un saludable mercado financiero interno para los hogares es crucial para el desarrollo de otros segmentos del mercado de capitales, y para la consolidación del proceso de integración de la economía colombiana en el mercado financiero internacional.

## ***I. EL MERCADO DE DEPÓSITOS Y PRÉSTAMOS DE LOS HOGARES***

La esencia de las finanzas de las familias consiste en que ellas adquieren préstamos y depositan en los bancos y otras instituciones financieras con el propósito de proteger su consumo de variaciones inesperadas en sus ingresos. Esto les permite mantener su nivel de consumo a pesar de caídas temporales en el ingreso, o, cuando obtienen un ingreso superior a lo usual, ahorrar para períodos difíciles. Esto también se cumple para las compras de vivienda de los hogares: los jóvenes normalmente necesitan endeudarse para adquirir una casa en donde vivir, al tiempo que trabajan

para pagar el préstamo. Asimismo, el sistema financiero cumple un papel trascendental en la inversión de los ahorros pensionales de los hogares y en la administración de los riesgos asociados con dicha inversión. También puede ser una pieza fundamental en la financiación de la educación, con efectos significativos en el crecimiento del ingreso per cápita de largo plazo y la distribución del ingreso.

¿Qué tan eficiente es el mercado financiero interno en Colombia, en términos de consumo e ingreso? El Gráfico 1 presenta el consumo y el ingreso disponible privado en Colombia. Puede verse que el consumo se redujo de manera aguda durante la recesión de finales de los años noventa; no obstante, éste parece ser fuertemente sensible al ingreso en el país, lo cual difícilmente obedece a que los movimientos de ingreso en Colombia son casi siempre permanentes. Más probable es que muchos hogares carecen de un acceso al financiamiento que les permita suavizar su consumo frente a la volatilidad de su ingreso. Desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, el consumo es mejor medida del bienestar de la gente, que el producto, por lo cual fluctuaciones fuertes en éste tienen un impacto negativo sobre el bienestar económico de la población. De esta manera, el funcionamiento adecuado del sistema financiero es



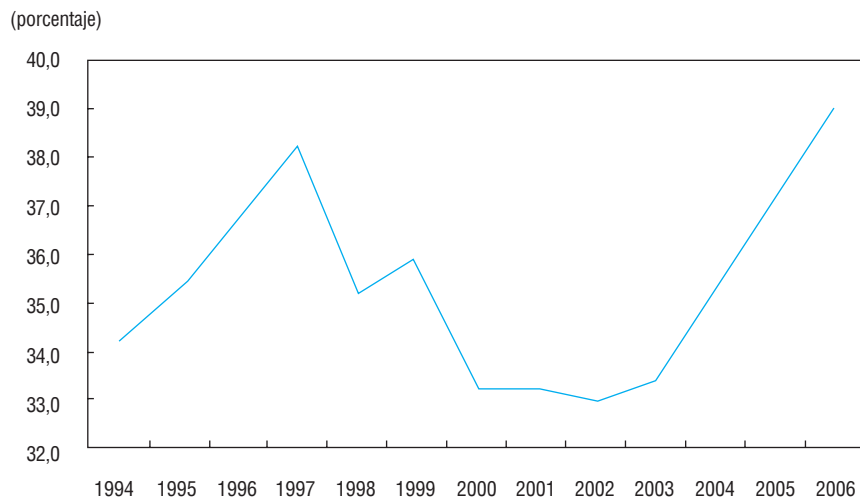
importante para que los hogares mantengan un estándar de vida estable a lo largo de las fluctuaciones transitorias de su ingreso. La pertinencia de esta función es aún mayor cuando el mercado laboral presenta fricciones que acentúan o prolongan los períodos de bajos ingresos de los hogares.

El Gráfico 2, panel A, muestra la razón de M3 a PIB, una medida simple de la profundidad del mercado financiero con respecto a los depósitos. El Gráfico 2, panel B, muestra las razones de los créditos de consumo y comercial al PIB, las cuales miden la profundidad financiera desde el punto de vista de los préstamos a las firmas y los hogares. El monto de créditos y depósitos se recuperó de manera lenta luego de la recesión y crisis financiera de finales de los años noventa; sin embargo, en años recientes hemos visto la aceleración del crecimiento del crédito y los depósitos, alimentada por fuertes entradas de capital internacional en forma de inversión extranjera y, más recientemente, de endeudamiento externo privado para financiar la compra de activos públicos.

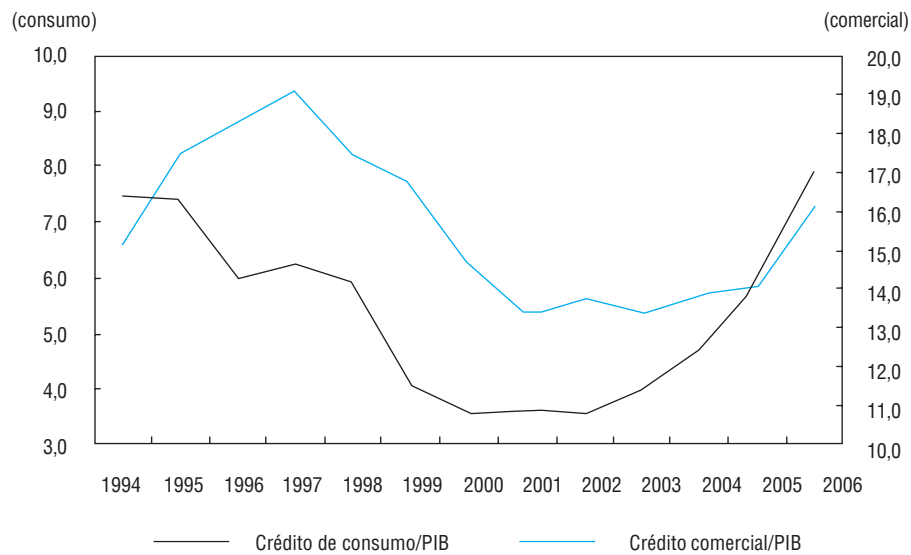
Es así como, por ejemplo, el crédito de consumo como proporción del PIB supera ahora el nivel más alto alcanzado en los años noventa, y el comercial, de seguir al ritmo que lleva en este momento, alcanzará su nivel histórico más alto antes de finalizar 2007. Aunque estos aumentos recientes del crédito reflejan, en parte, profundización financiera y recuperación cíclica, al menos la fuerte aceleración del crecimiento del crédito de consumo hace pensar que en el país, de continuar las tendencias actuales del endeudamiento privado, éste puede convertirse en una fuente de vulnerabilidad económica ante cambios desfavorables en las condiciones externas. Por esta razón, tiene sentido contener la acumulación de deuda del sector privado, ahora que Colombia crece a un ritmo alto y las tasas de interés en el exterior son bajas. Hacerlo luego puede ser muy traumático, como lo enseñó de manera dolorosa la crisis de fines del siglo pasado.

En otras palabras, la impresión que da el comportamiento reciente del crédito de consumo y de los depósitos se centra en que el mercado interno de capital para las familias y las empresas se recuperó de los efectos de la crisis pasada, pero de continuar expandiéndose al ritmo que lleva, a futuro puede ser fuente de problemas. De ahí la aceptación en el Banco de la República de los sistemas de provisiones contracíclicas, acorde con los utilizados desde hace unos años en España con gran éxito. De ahí también una de las explicaciones de que la JDBR a partir de abril de 2006 haya incrementado las tasas de interés en diez oportunidades. Estos

Gráfico 2  
(A) M3/PIB



(B) Créditos comercial y de consumo  
(porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

aumentos de tasas han tenido un efecto moderado en el crecimiento de algunos agregados monetarios, pero prácticamente no han influido en el crecimiento del crédito. En consecuencia, una de las razones por la cual hemos decidido imponer un encaje marginal promedio de 15% es contribuir a la estabilidad financiera, permitiendo que el crédito continúe creciendo a una tasa estable y sostenible. Esta medida, teniendo en cuenta su carácter distorsionante, es temporal y contracíclica en esencia.

## II. ¿QUÉ HA FRENADO EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITAL DE LAS FAMILIAS EN COLOMBIA?

Por supuesto, se sale del alcance de esta intervención un análisis profundo del tema, que implica aspectos como la divulgación adecuada de la información crediticia de los hogares, las garantías a los derechos de los acreedores, el grado de formalización de la economía y la competencia en el sistema financiero, entre otros.

Hoy, sin embargo, voy a concentrarme en un argumento de Carlos Caballero y Miguel Urrutia (2006), expuesto en su reciente libro sobre el desarrollo financiero colombiano. En ese excelente trabajo los autores demuestran con rigor cómo las crisis financieras del país han frenado, en distintos períodos, la profundización financiera, y que aquéllas han estado usualmente precedidas de fuertes entradas de capital internacional. Esta conclusión puede ser decepcionante para unos y sirve a otros para alcanzar conclusiones, en mi opinión, equivocadas. Decepcionante para quienes, como yo, creemos que los flujos de capital extranjero, en especial los de inversión extranjera directa, son un estímulo al crecimiento económico de los países, porque complementan el ahorro interno, bajan el costo del capital, transfieren tecnología y estimulan directamente el desarrollo del sistema financiero. Oportuno para quienes se oponen a los flujos de capital internacional *per se*, por no aceptar que las dificultades surgen de la incapacidad de absorción de los recursos externos debido a la existencia de un marco institucional o macroeconómico débil.

Permítanme explicar este último punto, ilustrado a partir de un hecho empírico difícilmente controvertible: una tasa de cambio real sobrevaluada y una bonanza de crédito interno a menudo preceden crisis. Los dos fenómenos tienden a ocurrir simultáneamente cuando los países reciben fuertes entradas de capitales y los pilares de la estabilidad macroeconómica (una política monetaria dirigida a la estabilidad de precios, la disciplina fiscal, y una apropiada supervisión y regulación financiera) no están funcionando correctamente.

Piénsese, por ejemplo, en dos economías que están recibiendo fuertes entradas de capital, pero difieren en la postura de su política fiscal (para simplificar supongamos que ellas no difieren en la calidad de la supervisión y regulación financiera). La primera tiene una política fiscal expansiva y, por tanto, procíclica; la segunda, una política fiscal contracíclica. En la primera la estabilidad macro se recarga en la política monetaria, mientras

en la otra la política fiscal contractiva contribuye a controlar el crecimiento del gasto, y el ahorro público puede mantenerse en el exterior (Chile hoy es un ejemplo). El ajuste en la segunda economía se da a tasas de interés más bajas y con menor apreciación de la moneda, frente a la primera, y la probabilidad de que tal economía entre en crisis también es menor. La pauta la marca la política fiscal, ésta sí, a diferencia de la política monetaria (la cual es determinante fundamental de la tasa de cambio real), junto con la apertura comercial, los términos de intercambio y la productividad, entre otras.

Colombia ha progresado en los «pilares de la estabilidad macroeconómica»: la inflación es baja, y, aunque recientemente ha subido, se dirige con paso seguro hacia la estabilidad de precios, entendida ésta como una tasa de inflación cercana al 3%. Con la Superintendencia Financiera se han ido creando las bases para tener una supervisión y un ambiente regulatorio fuerte, que al mismo tiempo estimule la competencia. Como proporción del PIB, el déficit del Gobierno central y la deuda pública han caído más de 2 y 10 puntos porcentuales (pp), respectivamente; no obstante, en todas las áreas hay que intensificar esfuerzos, consolidar los avances, perseverar y corregir errores.

Colombia tiene una posición fiscal incómoda para enfrentar una situación de fuerte entrada de capital internacional. Reconociendo de antemano las consabidas dificultades que existen en el manejo fiscal, un déficit del Gobierno central que supera el 4% del PIB (a pesar de que los ingresos crecen a tasas excepcionalmente altas) recarga la estabilidad macroeconómica en la política monetaria. Para evitar un desbordamiento del gasto la autoridad monetaria debe incrementar las tasas de interés, lo cual amplía el diferencial de tasas de interés internas frente a las externas. Por su parte, la financiación del déficit del Gobierno central se está haciendo, en su mayoría, con recursos de la venta de activos públicos, previa monetización de deuda externa por parte del comprador, y con crédito contratado directamente por el Gobierno nacional en el mercado internacional.

En las condiciones descritas no deben extrañar las medidas tomadas por la JDBR el 6 de mayo. El encaje marginal apoya la política de tasas de interés para evitar un desbordamiento del crédito y el gasto, mientras el depósito al endeudamiento externo contribuye a la estabilidad de la tasa de cambio. Las dos medidas son temporales e incómodas, pero necesarias en las condiciones actuales de la economía colombiana.

Por último, mención especial debe hacerse de la importancia de la regulación prudencial y de la supervisión financiera en esta coyuntura, con el fin de prevenir desequilibrios que atenten contra la estabilidad financiera y el normal funcionamiento del sistema de pagos.

### ***III. INFLACIÓN Y DESARROLLO DEL MERCADO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS***

Para terminar, y olvidándonos del debate de la coyuntura, quisiera hacer unos comentarios adicionales sobre el mercado financiero de las familias y la inflación. De nuevo, es necesario partir de algunos conceptos básicos. Como bien se sabe, cuando una persona obtiene un préstamo no puede asegurar su pago. Tampoco puede proveer un colateral perfecto y seguro para respaldar su deuda. Las casas actúan como un colateral para las hipotecas, pero existe el riesgo de que su precio caiga y deje al banco con un activo que vale menos que el préstamo. También, en el evento de no pago, el prestamista tiene que emprender un proceso legal para obtener la casa, lo cual es costoso. Ricardo Caballero ha estudiado el efecto de tales fricciones en los préstamos a las firmas exportadoras.

Esas imperfecciones implican que las instituciones de crédito tienen que apoyarse en un respaldo diferente si quieren obtener beneficios de los préstamos a los hogares. Una manera de hacerlo es cobrar tasas de interés más elevadas de lo que lo harían en ausencia de tales circunstancias; así, las familias colombianas obtienen préstamos a altas tasas de interés, tanto por factores microeconómicos como macroeconómicos.

Otra forma mediante la cual los bancos típicamente tratan de minimizar los riesgos es la utilización de datos con el fin de conocer qué tan riesgoso es un prestatario. Una regla simple radica en que los pagos de interés sobre el valor del préstamo sean bajos, en proporción al ingreso del prestatario. Pero para aplicar de manera correcta esta regla es fundamental que el acreedor conozca la historia crediticia de su cliente, sentido propuesto por el proyecto inicial de Ley de *Habeas Data* presentado recientemente por el Gobierno nacional al Congreso.

En este contexto, ¿qué papel directo cumple el control de la inflación en el desarrollo del mercado financiero para los hogares? La respuesta es: un papel fundamental. Permítanme explicar cómo: las familias típicamente desean endeudarse a largo plazo; por tanto, la incertidumbre sobre la



inflación y las tasas de interés nominales impactan sobre ellos directamente. Aunque la indexación es una alternativa disponible para ellos, ésta es costosa e imperfecta. Una inflación baja y predecible en el largo plazo, la cual viene acompañada por tasas de interés nominales y reales de largo plazo, bajas y predecibles, representan un bajo costo para el endeudamiento de los hogares. Una inflación baja y estable ayuda a los hogares porque disuelve, al menos en parte, una fuente de incertidumbre para sus planes financieros.

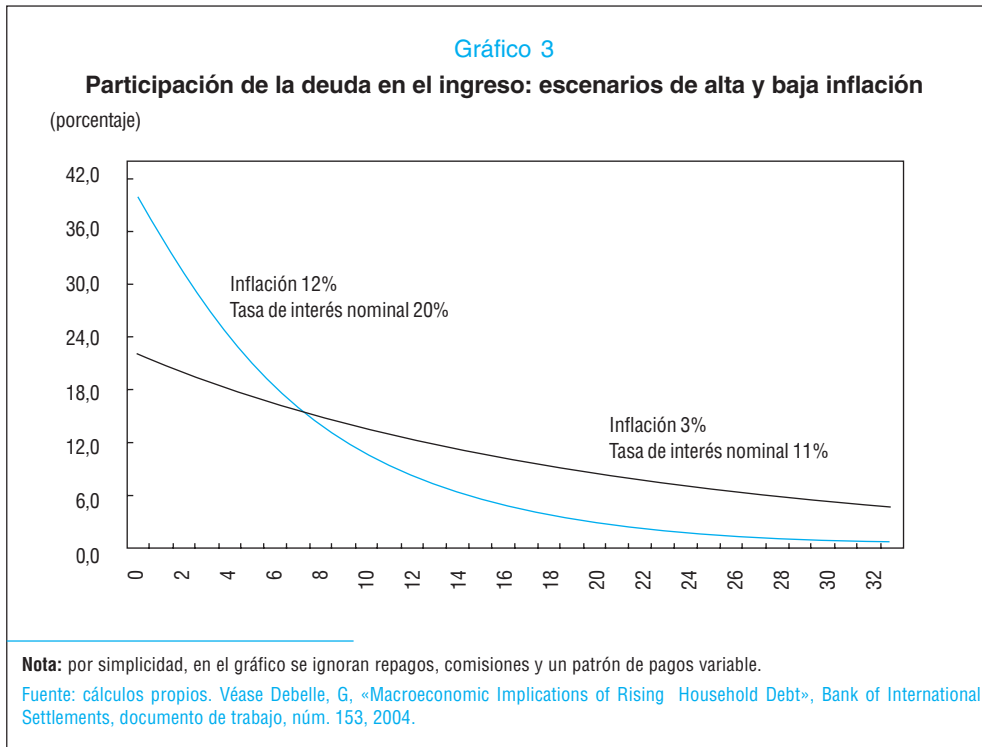
Una manifestación de este papel ha sido el desarrollo del mercado de títulos de deuda pública a tasas fijas. En la medida en que este mercado adquiera mayor profundidad y liquidez, permitirá la formación de precios para varios instrumentos financieros de largo plazo, entre los cuales se encuentran las hipotecas y otros activos que benefician a los hogares.

Pero existen también algunos beneficios colaterales: con tasas de interés nominales estables y más predecibles el consumidor puede planear de mejor forma y comparar más fácilmente las diferentes tasas de interés que los diversos prestamistas y entidades captadoras de depósitos les ofrecen. Esto puede estimular a los prestamistas para competir más vigorosamente y reducir sus márgenes.

Del mismo modo, una inflación baja y estable puede aliviar las restricciones de crédito que los prestamistas imponen a los hogares. Debe recordarse que esas restricciones dependen del tamaño del pago de intereses en relación con el ingreso, esto es, con el servicio de la deuda. El Gráfico 3 ilustra cómo los pagos de intereses sobre un préstamo típico a un hogar pueden variar desde un período de inflación alta a otro de inflación baja y estable.

El Gráfico 3 compara dos escenarios: en ambos el hogar obtiene un préstamo de \$50 millones por treinta años y recibe un ingreso anual de \$25 millones en el primer año. La tasa de interés real de 8% es la misma para los dos escenarios, como también lo es la tasa de crecimiento de 2% del ingreso real de la economía. La diferencia está en que en el primer escenario la inflación anual de 12% es alta (cerca del promedio observado entre 1995 y 2005) y también lo es la tasa de interés nominal de 20%, mientras que en el segundo la inflación se mantiene baja y estable al 3%, alrededor de su meta de largo plazo, de tal forma que con la misma tasa de interés real, la tasa de los préstamos cae a 11%.

La trayectoria del servicio de la deuda calculada para los dos escenarios se presenta en el Gráfico 3: como puede verse, durante los primeros años



del crédito los pagos de interés representan una mayor proporción del ingreso cuando la inflación es alta, frente a cuando es baja. Con inflación alta, dichos pagos ascienden aproximadamente a \$830.000 mensuales, suma equivalente a cerca del 40% del ingreso del primer año; pero en el otro escenario tales pagos se reducen aproximadamente a la mitad (\$450.000, equivalentes a 22% del ingreso del primer año).

Por supuesto que el servicio de la deuda a lo largo de los treinta años de vida del crédito en el escenario de inflación baja no siempre es menor que el que corresponde al escenario de inflación alta. Simplemente, en el primer caso la curva de pagos es más plana; por tanto, en condiciones de baja inflación los préstamos también durarán más tiempo, puesto que los pagos consumirán una proporción del ingreso más elevada hacia el final de la vida del préstamo, en comparación con el escenario de inflación alta. Esto se debe a que el ingreso nominal del hogar crecerá más lentamente cuando la inflación es reducida.

Pero es muy probable que los hogares, y especialmente los hogares jóvenes, prefieran un servicio de la deuda con una trayectoria de pagos más plana que con una trayectoria muy empinada, como la que se les ofrece en condiciones de alta inflación. Por su parte, los prestamistas pueden

encontrar menos riesgoso prestarle a hogares jóvenes cuando los pagos iniciales de intereses son pequeños en proporción al ingreso; así, manteniendo una inflación baja y permanentemente estable, la autoridad monetaria puede darle a los hogares y a los prestamistas la alternativa de escoger. En la medida en que alcanzamos una inflación baja y sostenible esperaríamos, sin necesidad de imponerlo, que el período de maduración del endeudamiento de los hogares se incremente.

He puesto énfasis en que para mejorar la salud de las finanzas de los hogares, la inflación y las tasas de interés deben ser menores y más estables. Uno tiene que mirar a futuro para corroborarlo. Mantener las tasas de interés artificialmente bajas ahora sólo significará que después de un tiempo la inflación aumentará fuera de control y, a la larga, la tasa de interés real tendrá que ser aumentada incluso, por encima de los niveles iniciales. Tasas de interés artificialmente bajas lo único que trae es inestabilidad en las decisiones financieras de los hogares.

También es cierto que para alcanzar en el futuro una tasa de inflación permanentemente baja y estable tendríamos que aumentar las tasas de interés ahora. Esta es la razón principal por la cual la JDBR ha incrementado hasta el momento la tasa de interés de intervención monetaria desde el 6% en abril de 2006 hasta el 8,5% un año después. También, es la razón fundamental detrás del encaje marginal. Con todo, deseamos contener la amenaza de inflación futura y defender las metas cuantitativas que nos hemos trazado.

Para concluir, déjenme recordarles que el compromiso fundamental de la JDBR es alcanzar y mantener una inflación baja, estable y predecible. Una tasa de inflación con estas características contribuye a desarrollar un mercado de capital eficiente y saludable como el que el país necesita para crecer a tasas altas y sostenidas.

*José Darío Uribe Escobar*  
*Gerente General\**

---

\* Las apreciaciones aquí expuestas no comprometen a la Junta Directiva y son de la responsabilidad del Gerente General.