

PALABRAS DE INTERVENCIÓN DEL GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN LA XLVII CONVENCIÓN BANCARIA 2012

1. Introducción

Agradezco a ASOBANCARIA, en particular a su Presidente, la Dra. Maria Mercedes Cuellar, la invitación a participar en ésta Convención Bancaria. Hace un año, debido a compromisos fuera del país, no pude asistir a este evento. Hoy lo hago con mucho gusto. El tema asignado por los organizadores es el de la política monetaria y la estabilidad financiera.

2. Antecedentes

Como es conocido, la Junta Directiva del Banco de la República emplea una estrategia monetaria de inflación objetivo. Los objetivos de política de esta estrategia son alcanzar y mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de una senda de crecimiento sostenido.

El Banco de la República promueve también el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago y es "prestamista de última instancia". Sus políticas buscan además evitar episodios de apalancamiento o toma excesiva de riesgo, los cuales frecuentemente terminan en crisis financiera y fuertes fluctuaciones del producto y el empleo. El Banco de la República contribuye así al objetivo de estabilidad financiera, propósito que comparte con la Superintendencia Financiera, el Ministerio de Hacienda y FOGAFIN.

Hace un año, cuando se realizó la Convención Bancaria, la tasa de interés de intervención del Banco estaba en 4.25%, luego de cinco incrementos mensuales consecutivos de un cuarto de punto porcentual. Pocas semanas después la Junta la subió a 4.5%. Dos tipos de factores llevaron a incrementar la tasa de interés del 3% en que terminó enero de 2011 al 4.5% que alcanzó en julio de ese año.

Primero, la inflación venía incrementándose a lo largo de 2010 y superó el 3% a partir de diciembre de ese año. La economía colombiana ganaba dinamismo. Se esperaban términos de intercambio favorables y fuertes entradas de capital. Los niveles de confianza de los

consumidores y productores mejoraban. En estas condiciones, como ha ocurrido en el pasado, se preveía un mayor dinamismo de la demanda interna y externa. Los análisis técnicos sugerían que la brecha del producto se cerraría en el segundo semestre del año.

Además, se anticipaba presiones inflacionarias provenientes de factores de oferta (ej. alimentos) y la eliminación de los excesos de capacidad productiva. La inflación al consumidor continuó subiendo lentamente a partir del segundo trimestre de 2011, al igual que los indicadores de inflación básica y las expectativas de inflación.

Segundo, el año 2011 comenzó con una tasa de interés de intervención del 3%. A ese nivel se llegó como respuesta contra-cíclica al choque externo negativo posterior a la quiebra de Lehman Brothers. Pero en 2010 y 2011 la economía colombiana se encontraba ya en la fase de expansión del ciclo económico. El crecimiento del crédito se aceleraba, en especial el crédito de consumo, y los precios de la propiedad raíz subían. En el caso del crédito, el aumento en su tasa de crecimiento anual se dio a partir de un nivel bajo, luego de la desaceleración que tuvo a finales de 2008 y parte de 2009. Los precios de la vivienda alcanzaron los mayores valores de las series en el segundo semestre de 2011.

A partir de la segunda mitad del mes de julio, las perspectivas de la economía internacional se deterioraron. Las tensiones en los mercados financieros de las economías industrializadas aumentaron y sus expectativas cayeron. Las tasas de interés de los bonos de los gobiernos de países con finanzas públicas débiles subieron y los precios de las acciones cayeron. Los márgenes de los mercados monetarios aumentaron al igual que el costo de fondeo para muchos bancos de las economías avanzadas. Frente a la perspectiva de un ajuste desordenado en Europa, la Junta del Banco de la República decidió mantener inalteradas las tasas de interés en las reuniones de agosto, septiembre y octubre.

A pesar de las tensiones en Europa y los Estados Unidos, la economía mundial seguía impulsando la economía colombiana. El dinamismo de las economías emergentes, incluyendo las más grandes de Asia, presionaban al alza los precios de los principales productos de exportación y la inversión extranjera directa crecía considerablemente. La mejora en los términos de intercambio estimulaba el ingreso nacional y el gasto agregado. La confianza de los consumidores se mantenía en

niveles altos, impulsando el consumo y el crédito de los hogares. En estas condiciones, en noviembre la Junta decidió retomar los aumentos graduales en la tasa de interés de intervención y lo hizo de nuevo en los meses de enero y febrero de 2012.

Desde febrero de 2012, la tasa de interés de intervención se ha mantenido en 5.25%. Hasta el momento, la Junta considera ese nivel coherente con una inflación de 3% y una economía que crece y genera empleo a un ritmo sostenido. Para futuras decisiones, la Junta estará mirando con especial cuidado toda la información disponible, en especial el posible contagio de los problemas en la zona europea al resto del mundo, al igual que la evolución del crédito y el comportamiento de la demanda interna y los precios en Colombia.

3. La estrategia de política monetaria y la estabilidad financiera

Este recuento de las acciones de política monetaria en 2011 y lo corrido de 2012 sirve para recordar los criterios fundamentales de la Junta Directiva del Banco de la República en su definición de la senda de tasas de interés de intervención. En particular, los siguientes tres criterios son utilizados por la Junta Directiva:

- La tasa de interés de intervención se fija con el fin de estabilizar la inflación en 3%. Cuando la inflación amenaza con desviarse del 3%, la tasa de interés de intervención debe modificarse para traer en un tiempo prudencial la inflación al 3%, excepto cuando dicha desviación obedece a factores temporales de oferta y las expectativas de inflación están “ancladas” a la meta.
- La tasa de interés de intervención se fija con el fin de mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenido. Esto significa que la estrategia de inflación en Colombia es flexible; esto es, no solo se preocupa por mantener la inflación en 3%, sino también por evitar excesos de gasto o de capacidad productiva.
- La tasa de interés se fija con el fin de que la política monetaria contribuya a mitigar el riesgo de desbalances financieros, entendidos estos como excesos de endeudamiento o de precios de activos que comprometan la estabilidad financiera. Esto

facilita que la economía funcione cerca de su senda de crecimiento sostenido en horizontes de mediano y largo plazo.

Los diferentes criterios deben ser incorporados buscando un balance entre ellos y la tasa de interés de intervención se mueve gradualmente excepto en condiciones en que, con alta probabilidad (o certeza), la economía amenace con desviarse considerablemente de la meta de inflación o de su senda de crecimiento sostenido (o ambas).

Los dos primeros criterios son bien conocidos. El tercero lo es menos y toma fuerza en algunas circunstancias. Por ejemplo, ha estado explícito en muchos de los comunicados de prensa publicados por la Junta en los años 2006, 2007, 2011 y lo corrido de 2012, así como en diferentes presentaciones de miembros de la Junta y el equipo técnico y en los informes de la Junta Directiva al Congreso.

¿Cuándo aumentan los riesgos de inestabilidad financiera? La teoría económica y la experiencia de los países enseñan que uno (por supuesto, no el único) de los determinantes de crisis financiera es tener tasas de interés de política “anormalmente” bajas o altas. Cuando están excepcionalmente bajas por períodos prolongados, la deuda y los precios de los activos tienden a crecer por encima de lo que es sostenible en el tiempo. En los bancos y demás entidades de crédito aumenta el crédito como proporción a su capital y algunas entidades financieras, así no lo reconozcan, disminuyen las exigencias para otorgar créditos. Esto incrementa los riesgos de desequilibrios financieros.

Adicionalmente, el mercado falla: los que prestan más inicialmente reciben mayor retorno a costa de incrementar excesivamente su riesgo de crédito y el de los que tienen conexiones con ellos. Esto último genera una externalidad negativa que no se internaliza. Además, los participantes en los mercados financieros sustituyen activos seguros por activos de mayor riesgo con el fin de obtener un mayor retorno y los altos niveles de endeudamiento hacen que los prestatarios sean más vulnerables a caídas inesperadas en el ingreso (por ejemplo, por pérdidas de empleo).

Cuando las tasas de interés de política están excepcionalmente altas, la actividad económica y los precios de los activos pueden desplomarse y el desempleo subir, incrementando el riesgo de crédito. Si éste riesgo se materializa, el no pago de la deuda y los efectos depresivos de la caída

en los precios de los activos amenazan la solvencia de los establecimientos de crédito y, en general, dificulta el buen funcionamiento de los mercados financieros y de la política monetaria. Esto ocurrió en Colombia en el pasado luego de excesos de gasto y deuda y en presencia de tasas de cambio fijas o semi-fijas. La falta de flexibilidad cambiaria llevaba a políticas monetarias pro-cíclicas que acentuaban el ciclo económico y exacerbaban riesgos sistémicos.

En otras palabras, desviaciones fuertes y prolongadas de la tasa de interés de política de su nivel “normal” prenden alertas sobre los riesgos de inestabilidad financiera, riesgos que deben ser incorporadas en el marco de la estrategia de inflación objetivo flexible. No se necesita saber con precisión si los precios de los activos y el crecimiento de la deuda han alcanzado niveles insostenibles y, por lo tanto, que se avecina una crisis; solo se necesita conocer las circunstancias bajo las cuales los riesgos de que ella ocurra en el futuro están aumentando (Woodford, 2012). En Colombia, períodos de expansión acelerada de los flujos de capital extranjero y del crédito (Tenjo et al. 2010, 2011) es una de esas circunstancias. Niveles “anormales” de tasas de interés que coinciden con desviaciones fuertes del gasto frente a su nivel sostenible (brecha del PIB apartada de cero) es otra.

En síntesis, cuando a partir de febrero de 2011 la Junta Directiva fijó la tasa de interés de intervención no solo tuvo en cuenta los objetivos de estabilizar la inflación alrededor de la meta y suavizar el ciclo económico en el corto plazo. También consideró los riesgos de que períodos prolongados de tasas de interés bajas lleven a excesos de deuda y toma de riesgo por parte de las familias y las empresas. Estos desequilibrios financieros pueden posteriormente generar fluctuaciones fuertes e indeseadas en el producto y el empleo. En este marco, una meta de inflación pública clara y un compromiso con un considerable grado de flexibilidad de la tasa de cambio son siempre esenciales, pues permiten a la autoridad monetaria contener la demanda agregada en un entorno externo favorable y, sobre todo, evitan la creación pro-cíclica de crédito que caracteriza a los regímenes de tipo de cambio fijo o semi-fijo. Ante una situación de deterioro de las condiciones externas, la política monetaria puede impulsar la economía y el crédito no tiene por qué contraerse. Desde esta perspectiva, la tasa de interés es el instrumento principal de una política macro prudencial.

4. Acciones macro prudenciales del Banco de la República

Incluso en economías con políticas contra-cíclicas y tipo de cambio flexible, la abundancia de liquidez en los mercados internacionales o la reducción en la aversión al riesgo global puede inducir a una mayor demanda de activos financieros locales, lo cual incentiva el apalancamiento de los residentes. Al mismo tiempo, en ocasiones la necesidad de incrementar la tasa de interés puede ser contrarrestada por la apreciación de la moneda local y su efecto sobre los precios internos. En esta situación, cuando el crecimiento del crédito y el gasto excede su senda sostenible estimada, puede ser necesario complementar el instrumento de la tasa de interés con otras medidas macro prudenciales (y, por supuesto, una política fiscal sana y bien balanceada y la apropiada regulación y supervisión de las entidades financieras son también fundamentales).

La experiencia del país en 2006 y 2007 es ilustrativa. En esos años el sistema financiero cambió bruscamente su cartera (que estaba integrada e especial por bonos del gobierno), al decidir otorgar créditos de consumo y a las empresas. Como resultado, las tasas de crecimiento real del crédito alcanzaron 30% y se retrasó el proceso de transmisión de las alzas en las tasas de interés de política a las tasas de interés de los créditos. Esto puso en peligro el control de los precios y la estabilidad financiera; en consecuencia, fue necesario imponer encajes marginales sobre los depósitos internos y requisitos de encaje no remunerado al endeudamiento externo con el fin de frenar el crecimiento de la deuda en moneda local y extranjera y acelerar la transmisión de los aumentos de la tasa de interés de intervención sobre el resto de tasas de interés del sistema.

Esta experiencia con el uso de las medidas macro-prudenciales en 2007-2008 fue exitosa. ¿Significa esto que este tipo de medidas deban emplearse de manera generalizada a lo largo de los ciclos económicos o los ciclos crediticios? Me atrevería a adelantar una respuesta negativa por tres razones. Primero, varias de las medidas macro-prudenciales disponibles implican costos sobre la intermediación financiera que pueden no ser despreciables. Esto significa que su uso debe estar restringido a situaciones en las cuales hay señales claras de excesos financieros y no existen alternativas de política menos costosas.

Segundo, las medidas macro-prudenciales tienen efectos que van más allá de su impacto sobre la variable que se quiere controlar. Estos

efectos pueden tener consecuencias sobre la macroeconomía que deben ser evaluadas cuidadosamente para guardar coherencia con los objetivos generales de la política. Puede suceder que una medida de esta índole resulte efectiva para moderar algún precio o agregado financiero, pero al costo de afectar de manera indeseada otras variables macroeconómicas. Peor aún, es posible que la incertidumbre o desconocimiento sobre los efectos de la medida hagan que su adopción entrañe riesgos significativos sobre los resultados macroeconómicos.

Tercero, hay variedad de medidas macro-prudenciales y el uso de un subconjunto específico de las mismas puede justificarse según las condiciones generales de la economía y del problema financiero en particular que se quiera enfrentar. Por ejemplo, si la economía no presenta excesos generalizados de endeudamiento y las variables de inflación y actividad económica se encuentran en sendas compatibles con los objetivos de política, no resultaría eficiente ni conveniente emplear medidas macro-prudenciales de amplio efecto, como encajes marginales sobre los depósitos totales de los intermediarios, para moderar un comportamiento preocupante en un segmento puntual del mercado crediticio.

Por ende, el uso y la selección de las medidas macro-prudenciales debe consultar la situación general de la macroeconomía y la naturaleza y tamaño del desequilibrio financiero que se quiere controlar. Si la economía parte de una situación con tasas de interés por debajo de su nivel "normal" por un período prolongado de aceleración de la demanda interna y proyección creciente de la inflación y las expectativas de inflación, la respuesta de política del banco central debe empezar con un ajuste de la tasa de interés. Las razones saltan a la vista. El movimiento de la tasa de interés resulta conveniente, no solo desde el punto de vista macroeconómico sino también financiero. La interrupción oportuna de períodos largos de tasas de interés bajas es esencial para prevenir la toma excesiva de riesgos y desbalances futuros. Además, genera menos distorsiones a la intermediación financiera que las alternativas con que cuenta el banco central.

Ahora bien, si el problema financiero se encuentra localizado en un segmento específico del mercado y el aumento de las tasas de interés no es suficiente para controlarlo, se justifica la adopción de medidas macro-prudenciales complementarias ajustadas a la dimensión y

naturaleza del problema. Esto es, no pueden ser medidas cuyo impacto rebase el objetivo puntual, comprometan seriamente el logro de otros objetivos o impongan costos innecesarios sobre el sistema financiero y la economía. Las medidas de provisiones sobre el crédito de consumo tomadas por la Superintendencia Financiera desde finales de 2011 caben en esta lógica. No afectan ineficientemente a otros componentes del mercado financiero ni golpean de forma generalizada a la macroeconomía. Otra era la historia en 2006-2007, cuando las condiciones externas y macroeconómicas y el comportamiento agregado del mercado financiero justificaban medidas macro-prudenciales de mayor alcance.

El país, de la mano de la Superintendencia Financiera, ha venido avanzando en la introducción de elementos contra-cíclicos en la regulación financiera. Es así como, en la actualidad, los bancos cuentan con más de diez billones de pesos en provisiones. Asimismo, recientemente impuso una nueva provisión individual adicional sobre la cartera de consumo, con lo cual es de esperar que los intermediarios financieros asocien mejor el costo del mayor crecimiento de la cartera de este tipo, con el riesgo. Además, se avanza en la redefinición del patrimonio técnico y los activos ponderados por riesgo que entran en las relaciones de solvencia propuestas por Basilea III.

Gracias a estas acciones de la Superintendencia y el Ministerio de Hacienda, están dadas las condiciones para que Colombia cuente con un marco contra-cíclico más amplio. Las medidas macro-prudenciales ad-hoc pueden ser, en algunos momentos, útiles para enfrentar los riesgos de conformación de desequilibrios financieros. Pero con los enormes avances en regulación descritos antes, el país puede avanzar en el estudio de medidas permanentes que actúen de forma contra-cíclica, de manera más o menos automática, así como está diseñada la política monetaria y se ha avanzado también en el campo de las finanzas públicas con la "regla fiscal". Esto tiene la ventaja de dotar al sistema regulatorio de elementos estabilizadores que no dependan de la discreción de la autoridad de turno. También, al ser predecibles, condicionan el comportamiento mismo de los intermediarios y, ex-ante, ayuda a moderar la pro-ciclicidad de la toma de riesgos y la oferta de crédito en la economía.

5. Comentarios finales

En resumen, tres son las ideas principales de esta intervención. La primera es que el manejo contra-cíclico de la política monetaria, y la flexibilidad cambiaria, son el manejo macro prudencial por excelencia en una economía como la colombiana.

La segunda es que el buen manejo de la política monetaria y cambiaria, si bien es fundamental para preservar la estabilidad financiera, no la garantiza. Otras acciones son necesarias, como por ejemplo, la política fiscal contra-cíclica y la apropiada regulación y supervisión de las entidades financieras. Asimismo. Hay medidas que en algunas circunstancias pueden ser necesarias, como es el uso de algunos instrumentos macro-prudenciales que complementen (no sustituyan) las acciones apropiadas en los campos monetario, fiscal y financiero. El uso de estos instrumentos debe hacerse con base en un cuidadoso análisis de costo y beneficio.

La tercera es que el sistema regulatorio ha venido avanzando en la introducción de elementos contra-cíclicos, abriendo espacio para continuar con medidas macro-prudenciales contra-cíclicas engranadas en la regulación financiera permanente, al igual que lo son algunos componentes de la política monetaria y fiscal. En esta dirección, el elemento que más me llama la atención es la de “colchones” de capital contra-cíclico, discutido ampliamente ahora en el marco del Acuerdo de Basilea III. El objetivo de estos “colchones” es fortalecer los bancos y que ellos mismos ayuden a suavizar los ciclos de crédito y de precios de los activos. Simplemente se trata de forzarlos a que mantengan cierto capital extra en los períodos buenos, cuando la economía presenta una expansión rápida del crédito, para reducirlos luego cuando vengan épocas menos prósperas.

Cartagena, Colombia
Junio 7-8 de 2012