

# SOSTENIBILIDAD DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA RECIENTE Y ALGUNAS TAREAS PENDIENTES

Por: José Darío Uribe E\*

## 1. INTRODUCCIÓN

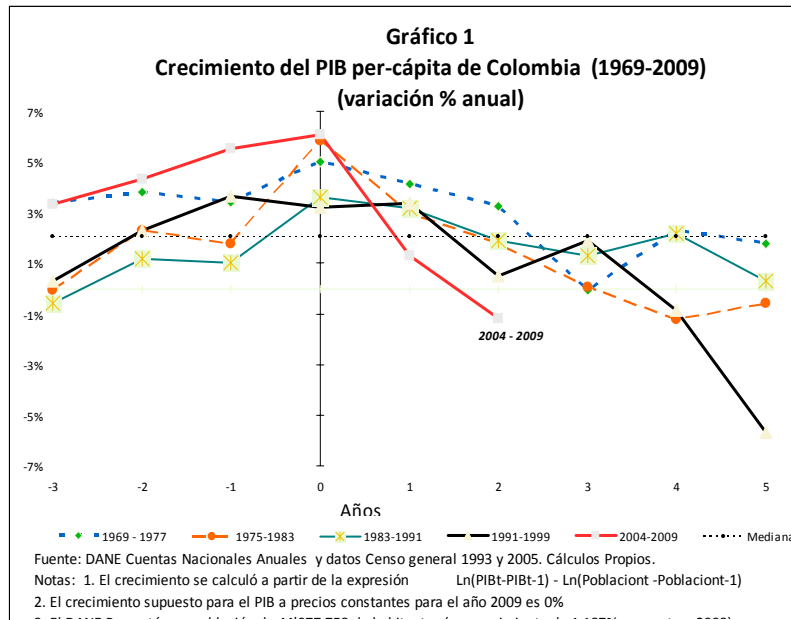
En un evento académico realizado en medio del fuerte auge económico de 2007 tuve la oportunidad de analizar la siguiente pregunta: ¿Cómo sostener el crecimiento económico?<sup>1</sup> Esta Convención Bancaria es, sin duda, una ocasión propicia para retornar al mismo tema. El crecimiento de la economía colombiana en 2006 y 2007 no fue sostenible y en 2008 y 2009 hemos tenido un período de desaceleración seguido de la contracción del PIB per-cápita. La inquietud de los organizadores reflejada en el título que le han asignado a esta sección de la Convención es, sin duda, justificada.

El contexto de la discusión en 2007 fue una regularidad empírica: períodos de tres o cuatro años de crecimiento del PIB per cápita por encima del 2% anual han sido siempre seguidos en Colombia, pocos años después, de estancamiento o caída del PIB per-cápita. Como se aprecia en el Gráfico 1, el ciclo económico que está concluyendo no fue la excepción y encaja perfectamente en el patrón de comportamiento descrito en el trabajo de hace un par de años.

---

\* Gerente General del Banco de la República. Intervención ante la XLIV Convención Bancaria llevada a cabo en Cartagena los días 9 y 10 de julio de 2009.

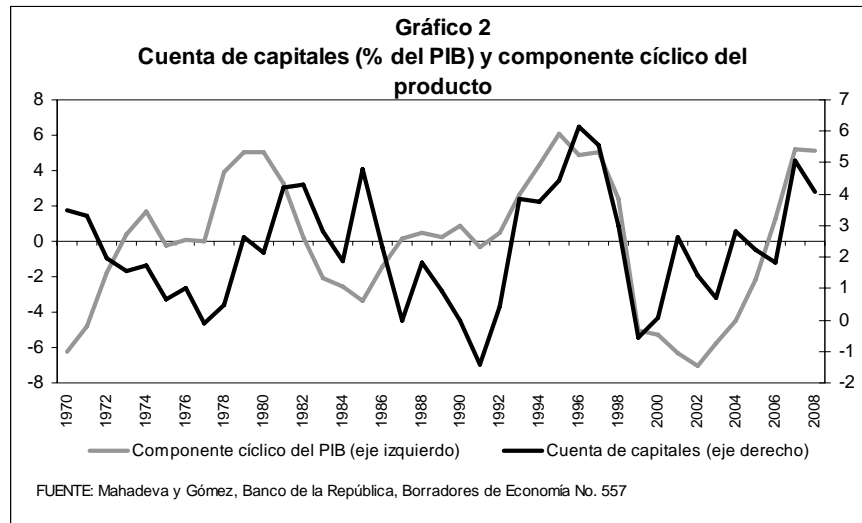
<sup>1</sup> Uribe, J.D. “Globalization and Colombia’s Policy Framework”. LACEA-LAMES Meeting, Bogotá XXX de 2007.



En 2007 también mostré que gran parte de las fluctuaciones económicas en Colombia se originan en choques externos, especialmente aquellos relacionados con los precios internacionales de nuestras exportaciones y los flujos de capitales (gráficos 2 y 3). Anoté además que los efectos de esos choques son amplificados por factores que dificultan la suavización del consumo y de la inversión a lo largo del ciclo económico. Entre estos, cité los siguientes:

- Las restricciones de acceso al crédito para una fracción importante del sector privado. Esto lleva a que el gasto agregado siga muy de cerca el ingreso corriente.
- El comportamiento pro-cíclico del sistema financiero, que tiende a relajar su oferta de crédito en los períodos de auge y a contraerla en los períodos de debilidad económica.
- Las respuestas generalmente pro-cíclicas de la política monetaria y fiscal<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Véanse por ejemplo Fernández, Cristina, “La política monetaria y los ciclos económicos en Colombia en los últimos 35 años”. Coyuntura Económica. Fedesarrollo, 2005-II y Lozano, Ignacio (2009), “Caracterización de la política fiscal en Colombia y análisis de su postura frente a la crisis internacional”. Borradores de Economía núm. 566. Banco de la República, mayo de 2009.



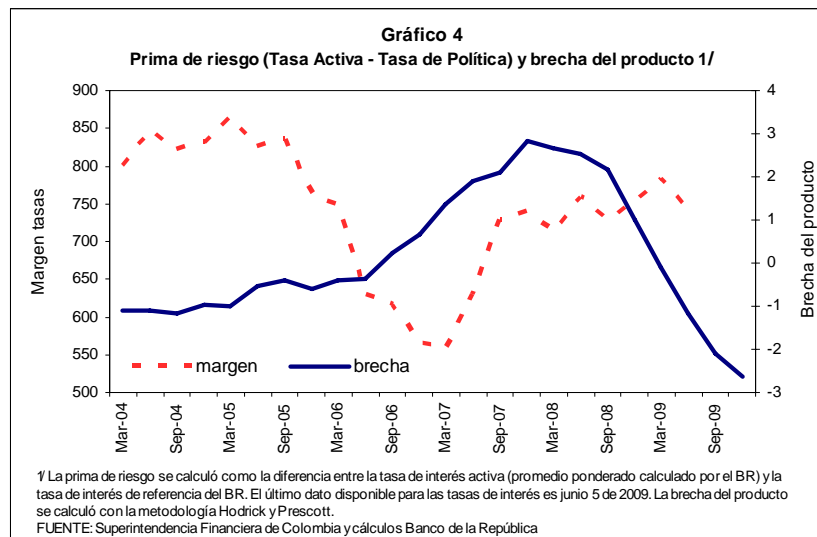
Como veremos a continuación, son muchos los elementos del ciclo económico reciente que coinciden con los observados en ciclos anteriores. Así mismo, son notables las diferencias. Estas últimas se explican, en gran medida, por la respuesta de la política monetaria y cambiaria durante la fase reciente de auge. Ese es el tema de la sección 3 de la presentación. En la sección 4 sugiero algunas “tareas pendientes” en los tres pilares básicos de la estabilidad macroeconómica: la política fiscal, la política financiera y la política monetaria. Las sugerencias van dirigidas a tener un marco de política macroeconómica que reduzca la conformación de desequilibrios reales y financieros y ayude a un crecimiento estable de la economía.

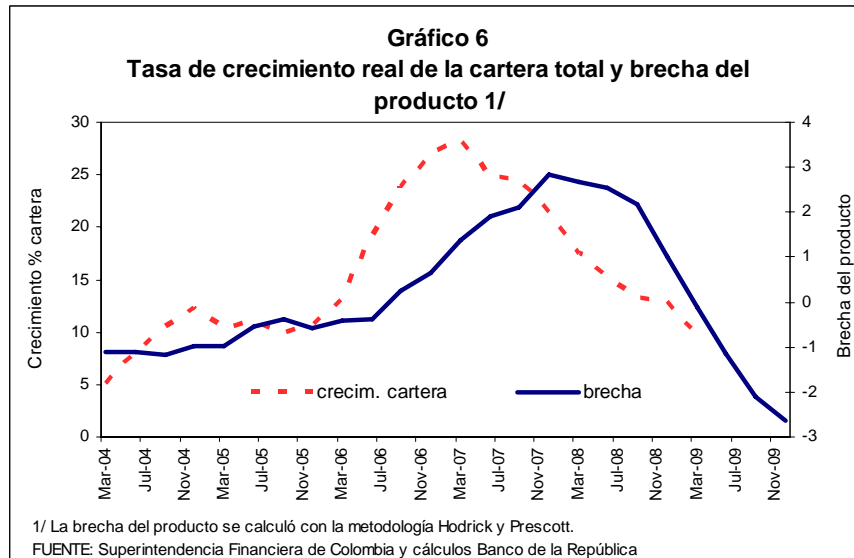
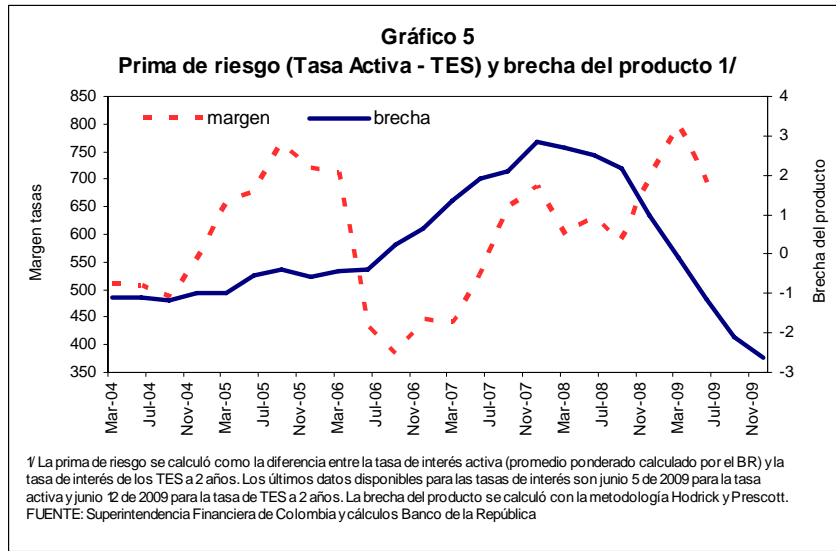
## 2. LO VIEJO Y LO NUEVO DEL ACTUAL CICLO ECONÓMICO

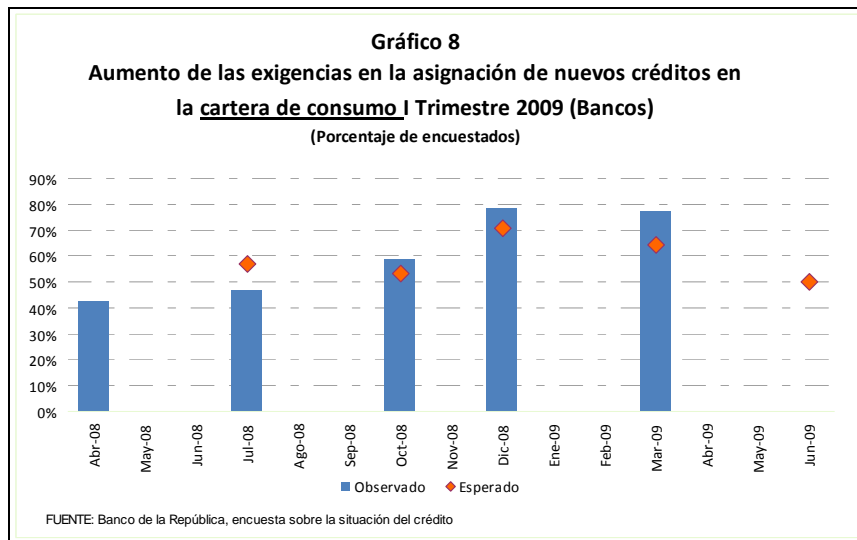
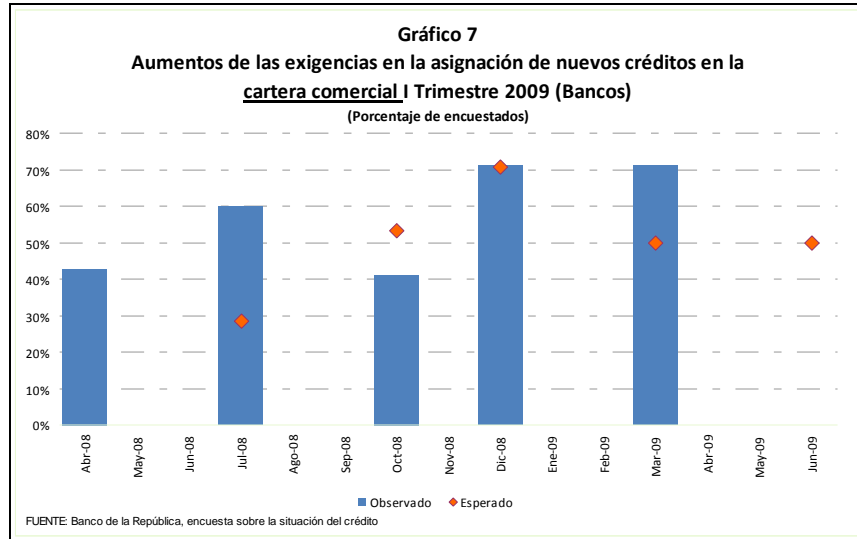
El comportamiento reciente de la economía colombiana contiene varios de los elementos observados en ciclos económicos previos. Colombia, al igual que otros países emergentes, se benefició a partir de 2004 de un aumento sustancial de sus términos de intercambio y de la demanda externa de sus productos. Los flujos de capitales también alcanzaron registros históricos en los últimos cuatro años. Si bien es cierto que condiciones internas como las mejoras en la seguridad y la confianza jugaron un papel en la atracción de capitales externos y en los mayores gastos de inversión y consumo, el mayor crecimiento en otros países entre 2004 y 2007 indica la presencia de factores externos comunes de importancia.

A su vez, la actual fase de desaceleración económica se explica, principalmente, por los efectos de la crisis internacional. Ésta ha impactado a la economía colombiana a través de la reducción de la confianza de los consumidores y los productores y de los menores ingresos de exportaciones y remesas de trabajadores. Así mismo, se ha visto, en especial después de la quiebra de Lehman Brothers, una disminución en los flujos netos de capital privado.

Como en otros ciclos económicos, en el actual la oferta crediticia se ha comportado de forma pro-cíclica. Entre 2006 y 2007 se observó una fuerte expansión de la cartera, en especial la de consumo, y una disminución de las primas de riesgo crediticio del sector privado local. Estos fenómenos se han revertido desde entonces, al tiempo con un endurecimiento de los estándares de crédito del sector financiero (gráficos 4, 5, 6, 7 y 8).

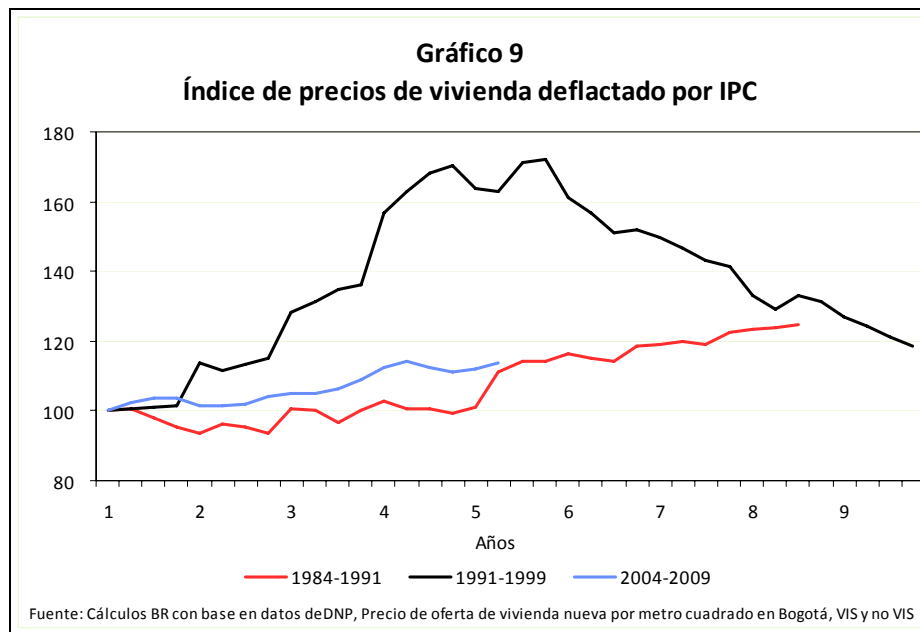


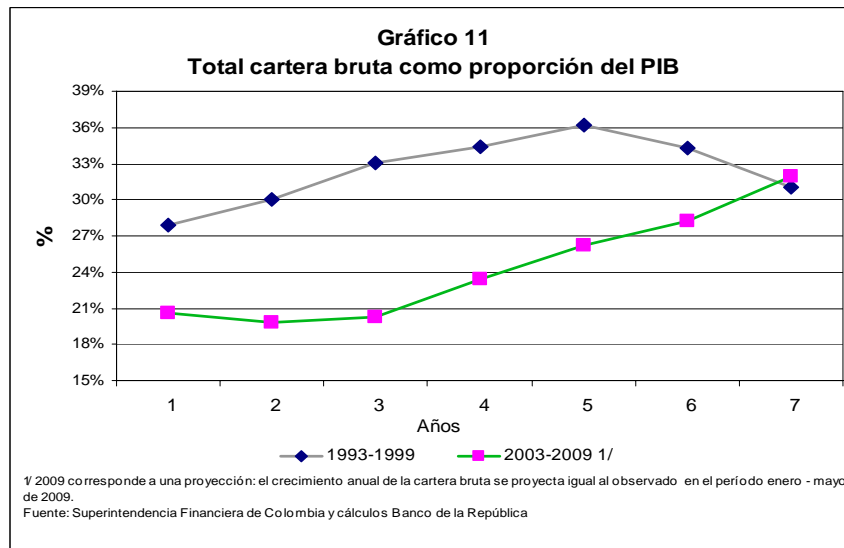
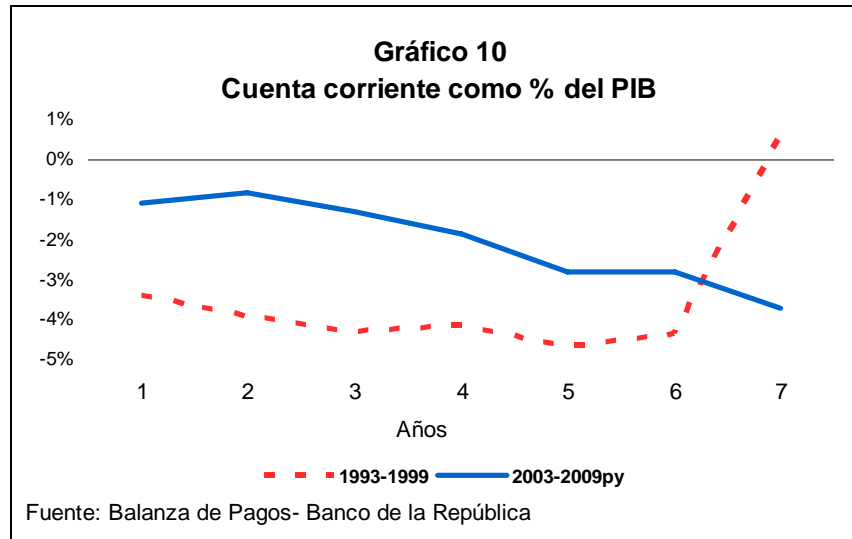




No obstante, a pesar de compartir estas características, el ciclo económico actual ha exhibido algunas diferencias notorias respecto a los anteriores y, especialmente, al de los años noventa. En particular:

- Los precios de la vivienda, que en el pasado registraron fuertes alzas y caídas, en esta oportunidad han mostrado un comportamiento más estable. Esto indica la ausencia de burbujas especulativas que acentúen la fragilidad financiera de los bancos y sus clientes (Gráfico 9).
- En esta ocasión la ampliación del déficit en cuenta corriente fue menor que en el ciclo de grandes entradas de capitales de los años noventa y no ha habido una corrección drástica tras el cambio de las condiciones externas (Gráfico 10).
- El crecimiento del endeudamiento de firmas y hogares fue más moderado y corto que en el ciclo anterior, y el crédito ha continuado creciendo aún después del impacto de la crisis global (Gráfico 11).
- Los descalces cambiarios de los sectores privado y público han sido en esta ocasión mucho menores.
- El sistema financiero ha operado normalmente y transmitido a la economía de una forma rápida las acciones de la política monetaria.

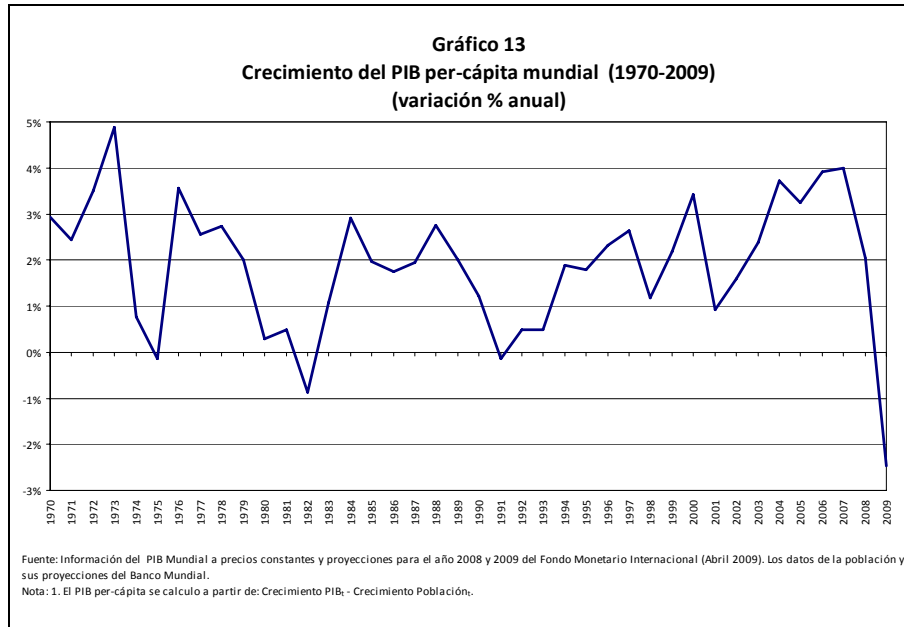
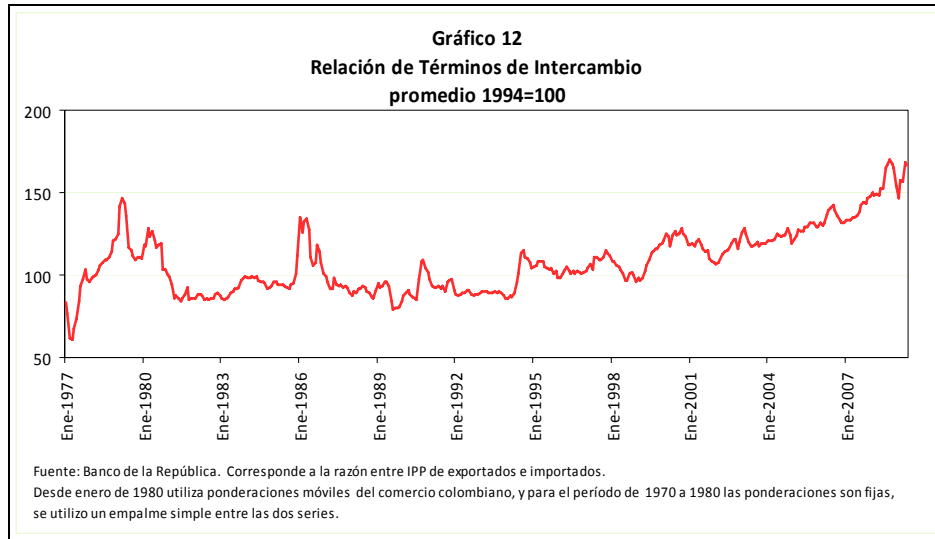


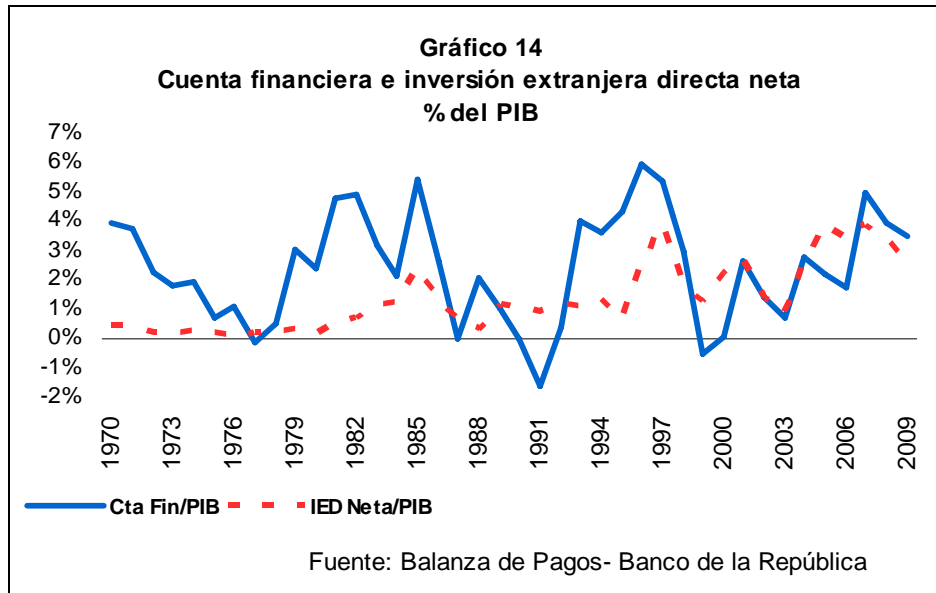


Estas diferencias son aun más significativas si se tiene en cuenta que el tamaño de los choques externos en el ciclo reciente ha sido relativamente grande. El aumento de los términos de intercambio solo es comparable en magnitud con el de finales de los años setenta, y ha sido más sostenido en esta oportunidad (Gráfico 12). El crecimiento del producto per-cápita mundial entre 2004 y 2007 fue el mayor en los últimos cuarenta años, con el consecuente efecto sobre la demanda global (Gráfico 13). La cuenta financiera y de capital como proporción del PIB ha registrado superávit comparables con los observados a comienzos de los años ochenta y en los años noventa, mientras



que la inversión extranjera directa ha alcanzado niveles récord (Gráfico 14). La disminución de los términos de intercambio fue abrupta desde octubre de 2008, mientras la reducción del PIB mundial ha sido la mayor desde la Gran Depresión.





### 3. EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA

Las diferencias reseñadas entre el ciclo actual y los anteriores se explican en buena parte por innovaciones en la respuesta de política económica en la fase ascendente del ciclo. Tradicionalmente la política monetaria en Colombia se encontraba limitada por compromisos con metas de tasa de cambio que inducían movimientos pro-cíclicos de la oferta monetaria y las tasas de interés. En contraste, durante el período reciente de grandes ingresos del exterior, la Junta del Banco de la República mantuvo la política de flotación iniciada en septiembre de 1999 y acumuló reservas internacionales sin defender metas o niveles específicos de la tasa de cambio. La flexibilidad cambiaria resultante trajo beneficios importantes en términos de la autonomía que le brindó a la política monetaria. Además, indujo menores descalces de monedas al no ofrecer el “seguro” cambiario implícito en los sistemas de tasa de cambio fijo o intermedio.

En el contexto de una política monetaria autónoma y de una estrategia de inflación objetivo, el Banco buscó controlar el fuerte crecimiento de la demanda agregada y las presiones sobre la inflación y las expectativas de inflación que se gestaron en el período de auge. Se pretendió igualmente evitar el deterioro de la calidad de la inversión que usualmente aparece tras largos períodos de bajas tasas de interés reales. Para ello se elevaron las tasas de interés en 400 pb, entre abril de 2006 y julio de 2008.

Adicionalmente, con el fin de contribuir a preservar la estabilidad financiera y reconociendo la naturaleza pro-cíclica de la oferta de crédito, se adoptaron medidas encaminadas a contener el endeudamiento y el descalce cambiario del sector privado y los riesgos de liquidez y de contraparte del sistema financiero. Se impusieron encajes marginales sobre los depósitos locales, se activó el requisito de depósito sobre el endeudamiento externo y los flujos de inversión de portafolio (esta última medida fue tomada por el Ministerio de Hacienda) y se establecieron límites a la posición bruta de derivados cambiarios de los intermediarios financieros. Todo esto en adición a medidas regulatorias existentes que limitaban los descalces de moneda y plazo en moneda extranjera de los bancos. Por su parte, la Superintendencia Financiera elevó los requisitos de provisiones sobre la cartera comercial y de consumo, y orientó un proceso de retención de las utilidades del sistema financiero de 2008 para reforzar la solvencia de los intermediarios.

Este conjunto de medidas, hoy llamadas “macro-prudenciales”, le permitió a la economía colombiana un ajuste mucho más benigno ante un deterioro histórico de las condiciones externas que el ocurrido de haber prevalecido una política monetaria pro-cíclica en la fase de auge. Además, le redujo sustancialmente su vulnerabilidad. En particular, la política de control de la inflación y flexibilidad cambiaria contuvo las expectativas de inflación y evitó la conformación de descalces cambiarios importantes. Esto hizo posible que, a diferencia de ciclos anteriores en que la inflación y el riesgo cambiario del sector privado o público eran altos, la tasa de cambio se depreciara sin comprometer las metas de inflación o la estabilidad financiera. En el pasado, las presiones hacia la devaluación tuvieron que ser contrarrestadas con grandes ventas de reservas internacionales y fuertes contracciones monetarias que reforzaron el impacto negativo externo sobre la actividad económica.

Así mismo, y tal vez de mayor significancia, el control de la inflación y las expectativas de inflación permitieron que la Junta Directiva del Banco de la República pudiera reducir de manera agresiva y rápida la tasas de interés de intervención: 550 pb en solo seis meses. La disminución de las tasas del Banco ha permitido mitigar de manera oportuna el impacto del choque externo sobre la demanda agregada, el sector productivo y el empleo.

Adicionalmente, el control del endeudamiento del sector privado y el refuerzo de la solvencia del sistema financiero limitaron la fragilidad financiera de la economía y evitaron la formación de burbujas especulativas de los precios de la vivienda u otros activos. Gracias a esto y a diferencia de otros ciclos, no se han presentado quiebras generalizadas ni una crisis financiera que amplifique el efecto de las condiciones externas adversas. El crédito interno continúa creciendo a tasas reales de dos dígitos en la fase descendente del ciclo, algo difícilmente alcanzable en otros episodios.

Además de atenuar la caída del gasto interno, esto ha facilitado la transmisión de la política expansiva del Banco de la República puesto que grandes volúmenes de nuevos créditos se pactan a menores tasas de interés.

Por supuesto, lo anterior no habría sido posible sin la presencia de un nivel de ahorro externo importante que evitara un ajuste drástico de la cuenta corriente y el gasto de la economía en la fase de desaceleración. Esto se explica en parte porque en esta ocasión las economías emergentes no están en el epicentro de la crisis, pero también porque los inversionistas externos e internos reconocen una vulnerabilidad relativamente baja de la economía colombiana. Además de la ausencia de grandes desequilibrios reales y financieros, Colombia goza de un saldo apropiado de reservas internacionales y del acceso a la línea de crédito flexible del FMI por más de US\$ 10000 millones. La amplia liquidez internacional reduce de manera significativa la probabilidad de movimientos especulativos en contra de nuestra moneda.

En resumen, el actual ciclo económico se relaciona con cambios en las condiciones externas de la economía, particularmente los precios y volúmenes de nuestras exportaciones y los flujos de capital. En eso este ciclo es similar a los anteriores y difícilmente podremos sustraernos de movimientos semejantes en el futuro si pretendemos recoger los beneficios de la globalización. Lo que sí podemos hacer y hemos hecho en los últimos años es generar las condiciones y políticas para que los efectos de factores externos cambiantes no impliquen fluctuaciones excesivas y dolorosas del crecimiento. Esto se puede apreciar claramente si comparamos el desempeño reciente de la economía colombiana con el ajuste a los cambios en las condiciones externas que habrían tenido lugar en presencia de una inflación desbordada, un endeudamiento excesivo, burbujas de precios de activos y descalces cambiarios. La situación de algunos países de Europa Oriental nos puede servir como referencia en dicha comparación. Nuestro reto es desarrollar y perfeccionar instituciones e instrumentos anti-cíclicos y macro-prudenciales que minimicen las desviaciones del crecimiento respecto a los niveles sostenibles en el largo plazo.

#### **4. ALGUNAS TAREAS PENDIENTES**

La principal tarea hacia adelante consiste en hacer más sistemático y predecible el conjunto de medidas económicas anti-cíclicas a emplear. De esa manera se logra un marco de política macroeconómico que sea menos dependiente de los intereses de corto plazo de los agentes privados y públicos. Así mismo, se contribuye a que el comportamiento de los bancos, las empresas y las familias incorporen en sus decisiones la respuesta esperada de las políticas macro-prudenciales. Todo esto

reduce la conformación de desequilibrios reales y financieros y ayuda al crecimiento estable de la economía.

En este sentido, identifiqué tres áreas en las cuales el país puede avanzar. La primera es una reforma institucional: se trata de que el país considere de nuevo la adopción de una regla de superávit primario estructural para el Gobierno Nacional<sup>3</sup>. Esto reforzaría el esquema actual en que el Gobierno define la política fiscal con base en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Pese a sus ventajas, el Marco no garantiza la adopción de una política fiscal anti-cíclica, por cuanto exige solamente la selección de una meta de superávit primario para el sector público consolidado en una vigencia y metas indicativas posteriores que garanticen la sostenibilidad de la deuda pública. Puede suceder entonces que, en la fase ascendente del ciclo, el Gobierno fije metas bajas de superávit primario que no comprometan la sostenibilidad de la deuda, pero que amplifiquen la expansión económica cuando menos se necesita. Esto implica, naturalmente, que en la fase descendente del ciclo la política fiscal no podrá ser expansiva, cuando más se necesita que lo sea.

Una meta de superávit primario estructural del Gobierno Nacional introduce por construcción un carácter anticíclico a la política fiscal; limita movimientos procíclicos del gasto público y permite la operación plena de los estabilizadores automáticos. Adicionalmente, una regla de este tipo refuerza la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Nacional, y no solo la del sector público consolidado, al tiempo que complementa las medidas que en ese sentido ya existen para las finanzas de los Gobiernos Locales. En términos del ajuste macroeconómico ante choques exógenos, la política fiscal derivada de una regla como la propuesta apoya la política monetaria en su labor de suavizar las fluctuaciones del producto y atenúa el impacto cambiario de los choques. La experiencia de Chile es ilustrativa de los beneficios derivados de este marco institucional.

La segunda área en la que el país muy probablemente tiene espacio para avanzar es en medidas de regulación financiera anticíclica. Por ejemplo, en la actualidad la Superintendencia Financiera estudia mecanismos que permitan acumular y desacumular provisiones de cartera a lo largo de un ciclo crediticio. En la misma línea, podría pensarse en requisitos de capital anticíclicos que reconozcan la incertidumbre creciente sobre las pérdidas futuras de los intermediarios a medida que un período de auge se prolonga o se acentúa. De esta manera, se limitaría un crecimiento excesivo del crédito en los períodos de expansión y se reforzaría el

---

<sup>3</sup> Para un análisis del tema véase por ejemplo, Lozano et al., “Regla fiscal cuantitativa para consolidar y blindar las finanzas públicas de Colombia”. Borradores de Economía No. 505. Banco de la República, abril de 2008.

capital bancario para evitar contracciones drásticas de la cartera en la fase descendente del ciclo.

La crisis financiera internacional mostró que el control del riesgo de liquidez de los intermediarios es un elemento fundamental para preservar la estabilidad financiera. En Colombia, la Superfinanciera ha avanzado en la medición y monitoreo de este riesgo a través del IRL. En un paso siguiente, conviene evaluar si los mecanismos de prevención de descalces de liquidez existentes son suficientes y si deben ajustarse cíclicamente. Adicionalmente, en la reciente reforma financiera aprobada por el Congreso Nacional en la pasada legislatura, se derogó el parágrafo del artículo 53 de la Ley 32 de 1992 que señalaba que las operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco de la República debían hacerse exclusivamente con títulos de deuda pública. Recordemos que esta fue una de las medidas que tomaron varios bancos centrales ante la estrechez de liquidez que se dio en el contexto de la crisis internacional.

Por último, una de las lecciones de la crisis global es que la sostenibilidad del crecimiento requiere la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Por lo tanto, los bancos centrales no pueden concentrarse exclusivamente en alcanzar y mantener bajas tasas de inflación, sino también contribuir a suavizar el ciclo económico restringiendo el endeudamiento excesivo y las exposiciones fuertes a los riesgos cambiario, crediticio y de liquidez. En este campo pueden presentarse algunos dilemas que debemos estudiar y resolver en Colombia.

El primero tiene que ver con el balance que queremos mantener entre la disponibilidad de instrumentos para que las políticas del Banco de la República contribuyan a la estabilidad financiera por un lado, y al desarrollo y la integración financiera por el otro. Como lo mencioné anteriormente, los controles de capitales y la regulación cambiaria fueron herramientas eficaces para limitar la fragilidad financiera de los bancos y sus clientes en la última fase de auge. Dicha eficacia, no obstante, puede no ser compatible con una adopción más rápida de productos e innovaciones financieras con claros beneficios de largo plazo en términos de la diversificación y transferencia del riesgo. Estos instrumentos también pueden entrar en contradicción con nuevos avances en la integración financiera del país con el resto del mundo. La solución de este dilema debe hacerse caso por caso, bajo el principio general de limitar la difusión de instrumentos y prácticas cuyas implicaciones sobre el riesgo sistémico no se puedan medir o comprender claramente.

El segundo dilema puede aparecer cuando el objetivo de inflación del banco central entra en contradicción en el corto plazo con la necesidad de contribuir a que la economía no desarrolle desequilibrios financieros reflejados en “burbujas” de precios de los activos o dinámicas crecientes del crédito. Por ejemplo, puede suceder que ante

una entrada fuerte de capitales, la tasa de cambio se aprecie fuertemente e induzca una reducción de la inflación por debajo de las metas, al tiempo con un aumento excesivo del crédito o de los precios de los activos. Si las herramientas para controlar el endeudamiento reducen adicionalmente la inflación, habrá una contradicción, y viceversa. La solución de este dilema y su explicación al público son temas que conviene analizar por anticipado. En un trabajo reciente escrito en compañía de Fernando Tenjo se analiza este tema.<sup>4</sup>

A largo plazo, sin embargo, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera son complementarias. Una tasa de inflación baja y estable es insostenible si se acumulan desequilibrios financieros, como nos enseña la crisis financiera global. Por su parte, tasas de inflación, altas y volátiles implican distribuciones arbitrarias de la riqueza y el ingreso, y altas primas de riesgo. El resultado puede ser un sistema financiero subdesarrollado, inestable o reprimido.

---

<sup>4</sup> Tenjo, F. y J. Uribe. “Respuesta del Banco Central frente a una crisis financiera global y a una burbuja en el mercado de activos. Ponencia presentada en el seminario “Mas allá de la crisis financiera, mayo 28 de 2009.