



## ◆ **Importancia de la estabilidad macroeconómica para el crecimiento económico**

### ◆ **I. Introducción**

En esta nota se destaca la importancia de la estabilidad macroeconómica para el crecimiento económico. Se discute el concepto de estabilidad macroeconómica y los instrumentos para lograrla, su relación con el crecimiento, y los aspectos de dicha correspondencia con base en la experiencia suramericana reciente y, en particular, de Colombia.

La estabilidad macroeconómica comprende dos aspectos: primero, el crecimiento estable de la economía, sin fuertes fluctuaciones de la actividad económica, como recesiones o auges insostenibles y, segundo, la estabilidad de precios, entendida como una inflación baja y estable.

¿Cómo se logra que una economía tenga estas dos características de manera simultánea? En el esquema de inflación objetivo, si se espera que la economía crezca muy lentamente o que la inflación sea inferior a la meta, el banco central estimula la economía bajando la tasa de interés de política. Tasas de interés bajas generan más gasto, más inversión y esto impulsa el crecimiento económico y la inflación.

Por el contrario, si la economía está creciendo muy fuertemente (está “recalentada”) o si la inflación amenaza con convertirse en un problema, desviándose por encima de la meta de inflación, el banco central sube la tasa de interés. Esto ayuda a quitarle fuerza a la economía y a que baje la inflación, incrementando el costo del endeudamiento y disminuyendo los precios de los activos y las expectativas de inflación.

La política monetaria es, entonces, el instrumento básico empleado por los bancos centrales para mantener la inflación cerca de la meta (baja y estable) y contribuir a que el crecimiento económico siga una senda sostenible. Una política monetaria sana, sin embargo, no es condición suficiente para alcanzar un crecimiento estable de la economía. Se necesita también el apoyo de otras políticas, en especial de la fiscal y la financiera.

En efecto, diseñar y ejecutar una política fiscal responsable hace más efectiva la política monetaria. Por ejemplo, cuando los niveles de deuda pública o déficit son muy altos, el banco central puede tener dificultades para bajar las tasas de interés debido a

que los inversionistas demandan primas de riesgo mayores. En contraste, una política fiscal responsable mejora la credibilidad de las políticas, baja las primas de riesgo y facilita que el banco central tome las acciones necesarias para apoyar la economía.

Segundo, un manejo sano de las finanzas públicas asegura que los gobiernos no inflarán la economía en el futuro por medio de gastos públicos elevados o no dejarán de pagar su deuda. Cuando la situación fiscal es insostenible, o cuando así lo cree el mercado, la confianza se pierde rápidamente y los ahorradores e inversionistas buscan salir de los activos a toda costa, lo cual puede generar una crisis.

Por otra parte, una inflación baja y estable *per se* no garantiza la estabilidad financiera, como lo demuestra la experiencia reciente de un buen número de economías avanzadas. Durante cerca de dos décadas mantuvieron una inflación baja y estable, pero en 2007 comenzó a manifestarse lo que sería la crisis financiera más profunda desde 1929. La historia sugiere que las recesiones que siguen este tipo de crisis tienden a ser más profundas y sus recuperaciones, más lentas y débiles.

En consecuencia, para evitar fluctuaciones fuertes de la actividad económica y de los precios es esencial contar con sistemas financieros resistentes y que funcionen de manera adecuada. La política de regulación y supervisión financiera, tanto micro como macroprudencial es, entonces, el tercer pilar de la estabilidad macroeconómica.

En síntesis, la estabilidad macroeconómica tiene un doble componente: la estabilidad de precios y la suavización del ciclo económico. Los instrumentos para lograrla y mantenerla son la política monetaria, fiscal y de regulación y supervisión financiera. Estos instrumentos, que se refuerzan mutuamente, van dirigidos a mantener la estabilidad de precios, la sostenibilidad fiscal y la estabilidad financiera.

## ◆ II. Estabilidad macroeconómica y crecimiento económico

¿A través de qué canales afecta la estabilidad macroeconómica el crecimiento económico? Podemos analizar esta pregunta mediante los efectos que la estabilidad macroeconómica genera en los sectores, privado, público y financiero.

### i) Efectos en el sector privado:

La estabilidad de precios permite la asignación eficiente de los recursos, al evitar una volatilidad excesiva de los precios relativos. Esto es fundamental para un crecimiento sostenido de la productividad total de los factores. La estabilidad de precios también permite a los hogares y a las empresas tomar mejores decisiones de ahorro e inversión.

Además, la estabilidad macroeconómica implica sostenibilidad del gasto público y de los impuestos, con lo cual se minimiza la incertidumbre tributaria, con efectos favorables sobre la inversión y la innovación privada. Por la misma vía, la estabilidad macro lleva a menores primas de riesgo macroeconómico, menores tasas de interés nominales y reales, y mayor inversión.

### ii) Efectos en el sector público:

La sostenibilidad fiscal es primordial para mantener flujos de gasto público estables en los componentes clave para la provisión de bienes y servicios públicos esenciales

para el crecimiento, como son la infraestructura física, la educación y la salud. Además, la sostenibilidad fiscal genera confianza en que los programas sociales que son importantes para las personas serán mantenidos, o incluso fortalecidos, contribuyendo así a la cohesión social.

### iii) Efectos en el sistema financiero:

El dinero, el crédito y el aseguramiento son fundamentales para mantener e impulsar el crecimiento económico. Facilitan la expansión y aparición de actividades y productos nuevos. Adicionalmente, como se anotó, episodios de inestabilidad macroeconómica pueden venir acompañados de inestabilidad financiera, en tanto reflejan excesos de gasto y endeudamiento público o privado. Esto tiene consecuencias duraderas sobre el crecimiento económico y los niveles de empleo, como se ha visto en el pasado en nuestra región y, más recientemente, en Europa.

Por otro lado, existe la tentación de reprimir el sistema financiero con fines fiscales o para postergar ajustes en las finanzas públicas. Esto también afecta de manera negativa el crecimiento económico de largo plazo.

En resumen, la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para el crecimiento económico de largo plazo. Sin ella difícilmente aumenta la productividad de los factores de manera sostenida ni se expande la inversión en capital físico y humano.

## ◆ III. Estabilidad macroeconómica y crecimiento en América Latina

A continuación se examina la relación entre estabilidad macroeconómica y crecimiento económico con base en la experiencia suramericana reciente.

Como es conocido, el crecimiento del PIB de los países de Suramérica ha sido alto en los últimos diez años. Esto se explica por el fuerte incremento en los términos de intercambio, la existencia de condiciones amplias de financiamiento externo y la capacidad de la región para absorber el choque externo negativo proveniente de la crisis financiera internacional. En el pasado un choque de tal magnitud probablemente habría tenido efectos devastadores en algunos países de la región, en parte explicado por debilidades en los marcos de política macroeconómica.

En contraste, la crisis desatada luego de la quiebra de Lehman Brothers tomó a algunas economías de la región en condiciones favorables para ejecutar políticas monetaria y fiscal contracíclicas. En particular, la inflación era baja y relativamente anclada a la meta. La credibilidad de la política monetaria y en algunos casos la flexibilidad cambiaria disminuyeron el traslado de la devaluación a la inflación, permitiendo así la flotación del tipo de cambio, sin comprometer el logro de las metas de inflación. La deuda pública era percibida como sostenible y la flexibilidad cambiaria y la regulación habían disminuido el riesgo de que una devaluación fuerte pusiera en riesgo la estabilidad financiera.

El caso de Colombia es ilustrativo. Pocas semanas después de la quiebra de Lehman fue eliminado un encaje marginal impuesto en el período de auge anterior, y el encaje promedio fue reducido. El peso se devaluó entre julio de 2008 y febrero de 2009 casi un 50%, sin intervención alguna del banco central para evitarlo. La tasa de interés de política comenzó a ser reducida en diciembre de tal año, del 10% al que llegó antes de la crisis, a 3,5% un año después, y a comienzos de 2010 se bajó

0,5 puntos porcentuales adicionales hasta alcanzar el 3%. El gobierno nacional, a su vez, dejó actuar los estabilizadores automáticos e implementó un estímulo a la construcción mediante un subsidio a la tasa de interés del crédito hipotecario. Al finalizar 2009 el PIB creció 1,7% y la inflación terminó en 2%, en el límite inferior del rango de control de la meta de inflación de largo plazo (3%). La recuperación del crecimiento fue rápida, y en 2011 creció 6,7%, una de las tasas más altas del país.

En otras palabras, la estabilidad macroeconómica implícita en una inflación baja y estable, la sostenibilidad de la deuda pública y un sistema financiero fuerte permitieron ejecutar políticas macroeconómicas contracíclicas para que estas llevaran a una recuperación rápida de la actividad económica y el empleo. A diferencia de anteriores choques externos negativos, la pérdida de producto de la región fue temporal y su promedio de crecimiento no se resintió mayormente.

A partir de 2011, sin embargo, las cosas han venido cambiando un poco para la región. En particular, se destacan los siguientes hechos:

- Las economías han comenzado a expandirse menos, con pocas excepciones, y en el caso de Brasil la desaceleración ha sido fuerte.
- Los términos de intercambio han permanecido estables o disminuido un poco a partir del segundo semestre de 2011, desactivando ese impulso al crecimiento del ingreso nacional.
- Las tasas de interés internacionales van a incrementarse en el futuro a medida que haya anuncios y se materialice el proceso de normalización de las condiciones monetarias en los Estados Unidos.
- El crecimiento de las exportaciones ha disminuido y en un buen grupo de países la producción industrial crece poco o se está contrayendo.
- Con términos de intercambio que no crecen, o probablemente caen, y tasas de interés internacionales que van a subir, el crecimiento de la región en los años que vienen probablemente será menor que el observado en el decenio pasado. Este patrón, además, se observa en otras regiones.

¿Cómo se encuentra la región para enfrentar futuros choques externos negativos? Tal como lo ha venido sosteniendo el Fondo Monetario Internacional (FMI), probablemente tendrá condiciones un poco menos favorables que en 2008. Veamos:

- Con contadas excepciones, el crecimiento económico ha estado debilitándose, sugiriendo que parte de la expansión del decenio 2002-2012 provino de fuerzas temporales.
- Los balances fiscales se han debilitado y el gasto primario creció de manera importante en algunos países luego de la crisis de Lehman.
- La reducción (probablemente gradual) de los términos de intercambio puede llegar a tener un impacto negativo sobre la situación fiscal de algunas economías.
- Los desequilibrios en cuenta corriente han aumentado como producto de crecimientos del gasto, mayores al crecimiento del ingreso, que han sido en buena parte financiados con deuda.

¿Qué hacer ante esta situación? No es posible sugerir líneas de acción a países diferentes a Colombia. Si bien tenemos algunas características comunes, como por ejemplo ser economías pequeñas (excepto Brasil) productoras de bienes básicos, son

muchas las particularidades económicas, políticas y sociales que nos diferencian. Por esa razón lo mejor es remitirse al caso colombiano.

Lo primero, es continuar los esfuerzos por mantener una economía estable. Como vimos, esto significa contar con una inflación baja y estable, unas finanzas públicas sólidas y un sistema financiero sano y resistente a choques.

En lo que respecta al banco central, somos cuidadosos en cumplir la meta de inflación y en que las expectativas estén ancladas a dicha meta. Las expectativas a uno, tres y cinco años están ancladas al 3%, nuestra meta de inflación de largo plazo. Al mismo tiempo, confiamos en las bondades de un sistema de tasa de cambio flexible, e intervenimos en el mercado cambiario para acumular reservas internacionales, o para corregir muy probables desviaciones de la tasa de cambio de su nivel de equilibrio.

Velamos, además, por el suministro adecuado de liquidez a la economía y tenemos diversos mecanismos para su fácil acceso, algunos de ellos para garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pago y servir de prestamista de última instancia a las entidades de crédito. Seguimos de manera cuidadosa al sistema financiero y realizamos estudios de pruebas de estrés y de interconexión entre las distintas entidades financieras. Cuando hemos visto dinámicas del crédito que amenazan con no ser sostenibles, que financian, además, probables excesos de gasto agregado, hemos actuado con la política de tasa de interés y, de ser necesario, hemos impuesto encajes marginales o hemos elevado el encaje promedio a los depósitos en moneda local, además de alertar públicamente a los usuarios del crédito y a las instituciones financieras mismas sobre la probable vulnerabilidad que pueden estar desarrollando ante futuros choques negativos. Por ejemplo, en una ocasión se complementaron las medidas de encaje en moneda local con una exigencia de reserva no remunerada a los flujos de endeudamiento externo.

Todo lo anterior ha permitido tener una política monetaria contracíclica, tanto en la etapa posterior a la quiebra de Lehman como en el pasado reciente. Sin embargo, este tipo de políticas solo pueden ayudar a que la economía crezca alrededor de su tendencia de largo plazo. Hasta 2011 contábamos con el impulso proveniente de mejoras continuas en los términos de intercambio y de la expansión del sector minero-energético, pero esta fuente de crecimiento probablemente no seguirá con la misma fuerza de años anteriores. La pregunta que surge es: ¿Cómo podemos crecer al menos a tasas tan altas como aquellas de la primera década de este siglo? Este es un asunto que probablemente se está discutiendo en muchos países, tanto de la región como de otras latitudes.

La respuesta es la de siempre: avanzando en lo fundamental, es decir, en los determinantes de largo plazo del crecimiento económico. Esto incluye mejorar las instituciones y el funcionamiento de los mercados de factores y de bienes y servicios, además de invertir de manera eficiente en capital físico y humano, e innovar. Y, por supuesto, una condición necesaria pero no suficiente para que sigamos avanzando en estos frentes es la estabilidad macroeconómica. 🏛️

♦ José Darío Uribe Escobar ♦  
Gerente general\*

\* Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de la exclusiva responsabilidad del Gerente General.