

LA BANCA CENTRAL: NUEVOS DESAFÍOS, NUEVAS RESPUESTAS

Carlos Gustavo Cano¹

Constituye para mí un privilegio singular poder dirigirme a ustedes en este acto de instalación de la XXIII Convención Internacional de Seguros. Pocas son las ocasiones tan propicias como esta para tocar algunos de los temas más relevantes sobre el estado actual de la economía y la política monetaria adelantada por nuestro banco central, cuyos contornos constituyen sin duda un motivo del más alto interés para la industria aseguradora de la Nación que ustedes representan.

Permítanme entonces hacer una breve referencia al origen y la naturaleza de las crisis financieras, en particular de la más reciente, cuyas terribles secuelas aún padece la generalidad del mundo; a las lecciones que nos deja y a los nuevos desafíos de los bancos centrales en materia de regulación macro-prudencial; a las claves del éxito de la política monetaria, o sea la contraciclicidad, la anticipación y la comunicación; y a los contextos externo e interno de la economía.

¹ Codriector del Banco de la República. Intervención en el acto de instalación de la XXIII Convención Internacional de Seguros en Cartagena el día 8 de octubre de 2014.

ORIGEN Y NATURALEZA DE LAS CRISIS FINANCIERAS

La era conocida como La Gran Moderación, que comenzó a principios de la década de los años 80, caracterizada por una notable reducción de la volatilidad del ciclo económico en las economías más avanzadas, y que llevó a no pocos analistas a afirmar, parodiando a Francis Fukuyama (1993), que la historia de su inestabilidad había terminado, quedó sepultada de manera abrupta y aparatosa por La Gran Contracción 2007-2009.

Semejante yerro, emanado de la teoría del 'mercado eficiente', fue puesto al descubierto por la seminal contribución a la historia de nuestras desdichas económicas de los profesores Keneth Rogoff y Carmen Reinhart en su libro "*This time is different*" (2009) - Esta vez es diferente -, título irónico que retrata el talante arrogante de quienes a lo largo del último siglo, hasta la quiebra de Lehman Brothers, llegaron a sostener que los economistas ya habíamos aprendido todas las lecciones, en particular los banqueros centrales, y que, por tanto, la historia no se repetiría.

La verdad es que la principal causa de las crisis financieras ha sido, y seguirá siendo, la excesiva exposición al riesgo, predominantemente durante los mal llamados 'buenos tiempos'. Exposición que en los últimos años, a la par de la desregulación de los mercados de capitales, y la consiguiente multiplicación de intermediarios no bancarios – la denominada 'banca en la sombra' -, se había exacerbado por cuenta de las tan aplaudidas innovaciones financieras, principalmente en Estados Unidos, materializadas en el desarrollo de nuevos productos fundamentalmente orientados a

dispersar los riesgos globalmente, y a aislarlos de los balances de los grandes bancos.

Este fenómeno amplió su capacidad de multiplicar el dinero en circulación por fuera del radar de las autoridades monetarias, y más allá de las fronteras norteamericanas, en especial a partir de las variadas modalidades de titularización de las carteras hipotecarias de más baja calidad (las hipotecas 'basura' o *subprime*), en cuya virtud se originó un enorme volumen de activos tóxicos. Ni más ni menos el hilo conductor que contagió de la misma al resto del mundo rico.

Como resultado, se desataron las más grandes burbujas y 'manías' en los mercados inmobiliario y de valores. El término 'manías' fue empleado con impecable maestría por el célebre profesor Charles Kindleberger (2005) para indicar la pérdida de contacto con la realidad, que, por la vía de los comportamientos de manada, terminan casi siempre convertidas en genuinas histerias colectivas. El reflejo de todo ello suele desembocar en el indomable desacoplamiento de los precios de tales activos con respecto de los niveles que serían coherentes con sus reales fundamentos económicos.

El ciclo ha sido recurrente a través de la historia, como también recurrentemente se suelen olvidar sus enseñanzas cada vez que se entra en una pausa apaciguadora de aparente tranquilidad. Durante el auge, los hogares y demás agentes económicos tienden a sobre endeudarse para invertir; cuanto más dure la euforia, los prestamistas asumen más riesgos, hasta el punto en que los

ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas; y los acreedores tienden entonces a exigir el pago inmediato de los préstamos, lo cual obliga a los deudores a desprenderse precipitadamente de sus activos, por consiguiente provocando el desplome de sus precios.

El episodio de Lehman Brothers hizo revivir la memoria y las enseñanzas de otro distinguido maestro, Hyman Minsky (2008), quien desde su trinchera académica y en distintos momentos durante las décadas de los años 70 y 80, al igual que Kindleberger, advertía al mundo sobre la condición de inestabilidad inherente a la esencia misma del sistema capitalista y, por ende, sobre la ineludible necesidad de intervenirlo a través de rigurosas herramientas reguladoras, precisamente con el fin de salvaguardarlo. Por encima de cualquier otra consideración, protegiendo a los consumidores de los servicios financieros; afianzando la confianza de depositantes y ahorradores en el sistema; velando por la eficiencia social del mismo; propiciando la competencia genuina entre sus agentes; evitando abusos derivados de posiciones dominantes en el mercado; y afianzando y preservando la credibilidad del público en la institucionalidad de la política monetaria, la regulación y la supervisión.

Sin duda, tanto Kindleberger como Minsky desde entonces se anticiparon a lo que ahora se le ha dado el nombre de regulación macro-prudencial al servicio de una segunda responsabilidad nuclear de la banca central - además de la tradicional de velar por una inflación baja, estable y, en lo posible, predecible -, cual es la

de velar igualmente por otro tipo de estabilidad no menos relevante: la del sector financiero en su conjunto.

Por tal motivo, según las corrientes contemporáneas del pensamiento sobre la banca central - contrario a las prédicas de algunos gurús de los temas monetarios, al menos hasta la erupción de la crisis, entre ellos Alan Greenspan y Ben Bernanke, y demás defensores de la teoría del 'mercado eficiente' -, el comportamiento de los precios de los activos asimismo tiene que hacer parte de la órbita de las preocupaciones centrales de la autoridad monetaria, en virtud de su impacto sobre la solvencia y estabilidad del sistema financiero.

REGULACIÓN MACRO-PRUDENCIAL AL BANCO CENTRAL

Otros analistas y observadores de la historia venían desde mucho antes advirtiéndolo. Como Charles Goodhart (2005), el sabio y emérito profesor de moneda y banca de la Escuela de Economía de Londres, quien ha sostenido que “en vez de distorsionar la utilización del instrumento de la tasa de interés para alcanzar un segundo objetivo, lo que se requiere es un segundo instrumento. El propósito de este segundo instrumento sería el mantenimiento de la estabilidad financiera sistémica...Es necesario introducir instrumentos que cuenten con características contracíclicas, los cuales puedan controlar el crecimiento de la cartera durante períodos de auge de los precios de los activos, y viceversa.” Resulta obvio que ese segundo instrumento no es otro que la regulación.

El mensaje es claro. Si al banco central se le confía la responsabilidad de velar por la estabilidad financiera - incluyendo la prevención de burbujas -, entonces debe contar con la facultad de regulación, en especial del canal del crédito. Pero para ello, a su vez, tiene que contar con la garantía de poder acceder de forma directa a la información suficiente y oportuna sobre el sistema financiero. Para ello no hay mejor camino que la supervisión.

Adicionalmente, la falta de independencia y autonomía de las entidades de regulación y supervisión del sistema financiero ha constituido un motivo de gran preocupación señalado por el *Financial Sector Assessment Program*, un programa conjunto del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial emprendido en 1999 bajo la inspiración de los 25 principios básicos de la regulación y la supervisión bancaria de Basilea.

De otra parte, Frederick Mishkin (2006), quien fue miembro de la Junta de gobernadores de la FED, fue aún más contundente al afirmar que la más frecuente fuente de vulnerabilidad de las instituciones de regulación y supervisión ha sido la tendencia de grupos particulares de interés – incluidos los propios agentes financieros y conglomerados económicos, además de las burocracias gubernamentales –, de influir o ‘capturar’ – o inclusive, agrego yo, de hacer destituir - a quienes se hallan a cargo de las mismas.

Así las cosas, a fin de poder ser efectivo y eficiente en el cumplimiento de su rol, el banco central debería ser, además de autoridad monetaria, el órgano regulador del sistema financiero.

Antes de la crisis, Barth, Caprio y Levine (2006) examinaron el papel de supervisión de los bancos centrales en 153 países, y encontraron que en 69 casos el banco central constituye el único órgano regulador y supervisor del sistema financiero.

En la región Asia / Pacífico, lo mismo sucede en 24 de sus 31 países, entre los cuales cabe destacar a Malasia, Hong Kong, India, Israel, Nueva Zelanda y Singapur.

En cuanto se refiere a Gran Bretaña, hasta 1997 el Banco de Inglaterra ejercía directamente el papel regulador y supervisor. Pero en ese año, al tiempo que adquiría su independencia frente al gobierno, se le trasladó esa responsabilidad a una nueva entidad, la Autoridad de Servicios Financieros (FSA, por su sigla en inglés), dependiente del Ministerio del Tesoro. Sin embargo, tan pronto asumieron sus funciones de gobierno el primer ministro David Cameron y el ministro del Tesoro George Osborne, la separación se eliminó, y dicha órbita regresó al banco central tras un agitado debate a raíz del colapso de uno de sus principales bancos comerciales, el Northern Rock, que aquel no estuvo en capacidad de prever y por ende de evitar, por no haber contado oportunamente con la información suficiente sobre el estado del sector financiero debido a su carencia de funciones en materia de regulación y supervisión.

Más recientemente, Martin Wolf, el columnista principal y economista jefe del diario *Financial Times*, en un fascinante libro que salió a la circulación el mes anterior bajo el título "*The Shifts*

and the Shocks” (2014) - Los cambios y los choques -, probablemente el texto más exhaustivo entre cuantos se han escrito acerca de la crisis, vuelve sobre el asunto y remata sosteniendo que “la idea de que la estabilización de la inflación era una condición suficiente para la estabilidad económica ha resultado grotescamente equivocada”. Que la tarea de los bancos centrales se quedaría corta en los tiempos que corren si estos no encaran con toda determinación su otra función nuclear, la estabilidad del sistema financiero, yendo mucho más allá de su tradicional condición de prestamistas de última instancia, mediante el ejercicio de la política macro-prudencial, elemento consustancial de la monetaria. Y que, “dada la estrecha conexión entre la política macro-prudencial y la política monetaria, la responsabilidad debe descansar en el banco central, en combinación con los reguladores prudenciales.”

En el caso de Colombia, el profesor Lauchlin Currie, canadiense y nacionalizado colombiano en 1958, uno de los más destacados economistas que contribuyeron al diseño del *New Deal* de Franklin Delano Roosevelt en el siglo anterior, y profundo conocedor de la economía colombiana hasta su fallecimiento en diciembre de 1993, propuso hace más de medio siglo confiarle al banco central la supervisión: “Otra reforma conveniente consistiría en encargar a un nuevo departamento del Banco de la República de la supervigilancia de los bancos comerciales. Parece que hoy existe una completa falta de coordinación entre la Superintendencia Bancaria y el Banco de la República. No obstante, el Banco Central tiene un interés directo en las condiciones y solidez de los bancos comerciales, en ejercer determinada política sobre dichos

establecimientos y en mantenerse informado en cuanto a la medida en que realmente se lleva a cabo dicha política. Hoy en día no existe razón que justifique la separación del control del crédito de la supervigilancia de los bancos. Por el contrario, el control del crédito puede fortalecerse al combinar estas funciones...Colombia ha seguido completamente y durante mucho tiempo por el camino de la política de fragmentar y dispersar los negocios públicos colocándolos en cabeza de numerosas entidades. El resultado final, considerado en su conjunto, no ha sido satisfactorio. Parece que ha llegado el momento de enrumbarse por la política opuesta...” (Currie 1951).

Posteriormente, hace apenas una docena de años, la Misión Alesina, nombre con el que se conoce al grupo de expertos que adelantó uno de los más importantes trabajos sobre la modernización del sector financiero colombiano después de la crisis de finales de la década de los años 90, concluyó que “nuestro criterio es que el banco central es la alternativa superior como agencia supervisora...El banco central debería ser responsable de la supervisión de los sectores bancario y financiero por tres razones. La primera es que es menos probable que la industria ‘capture’ al banco si éste realiza la supervisión. Segundo, si el banco central realiza la supervisión y la regulación, los incentivos del Ministerio de Hacienda para ‘distorsionar’ las prácticas bancarias en su favor se reducen. Finalmente, el requerimiento de información para manejar la política monetaria sugiere que el banco central puede beneficiarse de estar a cargo de la supervisión del sector bancario” (Alesina et al. 2002).

En 2008, tras los primeros tres años de mi ingreso a la Junta Directiva del Banco, publiqué el documento “Regulación y supervisión: la otra cara de la política monetaria”, en la edición número 501 de la serie Borradores de Economía de nuestra institución (Cano, 2008), en el cual presenté mis argumentos fundamentando la idea.

Han transcurrido seis años desde entonces, y aunque reconozco que esta iniciativa no ha contado con la aceptación general, la preocupación en torno de la fragilidad de la Superintendencia Financiera por su falta de independencia, lejos de haberse desvanecido, ha vuelto a la palestra, especialmente debido a recientes episodios suficientemente conocidos por ustedes. Lo cual me da pie para compartir con este ilustrado auditorio otra alternativa, o segunda mejor opción, o *second best*, para emplear el término anglosajón.

Ciertamente Colombia cuenta con una institucionalidad sólida y transparente en los ámbitos del manejo monetario y la regulación y la supervisión. La profunda crisis económica y financiera del final de la década de los años 90 nos arrojó duras lecciones, que fueron bien asimiladas.

Desde entonces, la coordinación entre la Junta Directiva del Banco con los ministros de Hacienda y los superintendentes ha sido particularmente estrecha y fructífera. Sin embargo, en aras del fortalecimiento institucional, de un lado se debe dotar al titular de la Superintendencia de un régimen de independencia y autonomía similar al que rodea a la Junta de aquel, con un período fijo para el

ejercicio de su cargo, y un consejo donde tengan asiento miembros del Banco. Y, del otro, se debe colocar bajo la responsabilidad y mandato del Banco la regulación macro-prudencial, cuyas herramientas básicas en la actualidad se hallan dispersas entre este, el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia.

De esta manera, se fortalecería aún más tanto la credibilidad del público en las autoridades monetaria y de supervisión, como la indispensable sintonía entre ambas, con la condición común de la independencia frente al Gobierno.

CONTRACICLICIDAD, CLAVE DE LA POLÍTICA MONETARIA

Ahora permítanme referirme al pilar por excelencia del buen suceso del manejo de la moneda: la contraciclicidad.

Se trata, ni más ni menos, de la columna vertebral de las buenas prácticas en materia de política monetaria. Y, asimismo, del más poderoso motivo para el otorgamiento de la independencia al banco central, que no es otra cosa que su blindaje con respecto al ciclo político.

El esquema Inflación Objetivo (IO), seguido por Colombia desde finales de la década de los 90, ha logrado a su turno que su banco central, el Banco de la República, se haya hecho, en cambio, celosamente dependiente de la meta de inflación que anualmente su misma Junta fija y comunica al público. Y que a su vez constituye la vara de medir nuestra gestión. De suerte que actúa como el instrumento principal que contribuye a la formación de las

expectativas de este en esa materia, las cuales, a su turno, sirven de brújula para la identificación del ciclo de la economía y para adoptar la postura apropiada de la política en cada fase del mismo.

Ir contra la corriente – o sea mitigar mediante el encarecimiento del dinero el ritmo de crecimiento de la demanda interna antes de que supere la capacidad instalada del aparato productivo, para luego poder contar con el espacio monetario suficiente a fin de estimularlo aplicando el tratamiento inverso cada vez que suceda lo contrario -, es parte de la esencia de nuestro oficio.

A fin de ilustrar el aserto, cabe hacer un rápido repaso sobre la evolución de la política durante los últimos años.

A partir de mayo de 2006, después de haber mantenido la tasa de interés de intervención en 6 por ciento durante un período relativamente prolongado, la Junta emprendió un proceso gradual de reajustes que habría de tomar 26 meses, dirigiéndose hacia una firme postura de contracción – que llevó la tasa al 10 por ciento en julio de 2008 -, habida cuenta del notable y sostenido dinamismo de la economía, claramente superior al de su potencial, aparejado por un inusual crecimiento del crédito y un abultado ingreso de capital extranjero a través tanto del endeudamiento como de inversiones de portafolio.

En Colombia, antes de episodios de *boom* crediticios como el que por entonces se vivía, se suelen presentar masivas entradas de capital asociadas a altos y crecientes términos de intercambio, ampliaciones atípicas del déficit en cuenta corriente, y apreciación

de la moneda. En tanto que los precios de algunos activos, como los de la vivienda, se comportan de manera pro-cíclica con respecto a los *boom* o estados de euforia que han rayado con la histeria colectiva.

Nuestra economía por entonces no estuvo exenta de la hemorragia de liquidez que padecía el mundo. De suerte que la sensibilidad de la demanda interna ante las condiciones externas era mucho más alta que en el pasado por vía de la cuenta de capital y sus efectos sobre el crédito. Al punto de que la expansión de la demanda en buena medida era una contraparte de las entradas de capital, las cuales venían obstaculizando la transmisión de los reajustes de las tasas del Banco a las tasas activas y pasivas del sistema financiero. Así las cosas, alzas adicionales podrían atraer mayores flujos y oferta crediticia, lo cual entorpecería aún más la transmisión de la política monetaria. Así podríamos terminar alimentando lo que queríamos controlar: la inflación.

Habida cuenta de estas circunstancias, en mayo de 2007, ante la manifiesta insuficiencia de la herramienta de la tasa de interés para contener por sí sola el auge de crédito y la exposición al riesgo tanto de los hogares como del sector corporativo y del sistema financiero, la Junta adoptó una combinación excepcional de severos límites al apalancamiento externo de los intermediarios, controles a la entrada de capital – que no se levantaron hasta octubre de 2008 – , y encajes marginales a los bancos.

Posteriormente, tras el estallido de la denominada crisis norteamericana del *subprime* y la quiebra de Lehman Brothers, en

diciembre de 2008 la Junta comenzó un nuevo cambio de postura a través de un ciclo de reducción de la tasa en 700 puntos básicos, o sea hasta el 3 por ciento, nivel que se alcanzó 18 meses más tarde, en mayo de 2009.

Pese a las explicables molestias, protestas y críticas expresadas por no pocos agentes económicos, en su momento afectados por estas medidas, los resultados fueron incuestionablemente positivos. La economía colombiana le pudo hacer frente a la crisis internacional originada en el colapso hipotecario de Estados Unidos con singular fortaleza. Y logró mantener niveles de crecimiento positivos y superiores al promedio de la región en medio de la estabilidad del sistema financiero y de una inflación bajo control, pese a una transitoria desviación de la misma con relación a la meta ocasionada por un choque de oferta de alimentos. Lo cual le permitió a la Junta establecer, a partir de 2010, la meta de largo plazo del 3 por ciento dentro de un rango de más o menos un punto porcentual, que ha conservado y cumplido rigurosamente desde entonces.

Luego, una vez retomada la senda de recuperación de la economía tras su desaceleración provocada por la crisis global, vino una nueva etapa de alzas de la tasa que la llevaron durante el lapso de un año, entre febrero de 2011 y febrero 2012, al 5,25 por ciento.

Posteriormente, hacia mediados de 2012 ya se asomaba la mengua del auge minero-energético y el consecuente declive de los términos de intercambio, cuyo impacto revaluacionista venía golpeando muy duramente al sector transable de la economía, en

particular la industria y la agricultura, cuyas exportaciones en general comenzaban a perder sustantivo terreno.

Como consecuencia, la balanza comercial adquiriría signo negativo tras un prolongado lapso durante el que se había mantenido holgadamente superavitaria. La brecha del producto era asimismo negativa, o sea que el PIB observado se situaba por debajo del potencial o de la capacidad instalada del aparato productivo. Y el mercado venezolano comenzaba a marchitarse, al tiempo que las economías más avanzadas seguían atrapadas en el estancamiento, sin levantar cabeza a pesar de sus extraordinarias medidas de estímulo monetario tanto convencionales como no convencionales.

Por esos motivos, en julio empezó una nueva y gradual fase expansionista de nuestra política, que finalmente llevó la tasa del 5,25 por ciento al 3,25 en marzo de 2013.

Dicha postura expansionista en el nivel señalado se mantuvo durante 13 meses, hasta abril del presente año, cuando emprendimos el ciclo de normalización de la política monetaria, en mi opinión plenamente justificado, al menos por los siguientes cuatro hechos:

- (a) Los indicios de la convergencia tanto de la inflación como de las expectativas sobre la misma hacia el punto medio del rango meta, o sea el 3 por ciento, ya lucían claros, después de haber permanecido durante varios meses muy cerca, y aún por debajo, del piso inferior del mismo. Como fue el caso de noviembre del año anterior, cuando la inflación anual se había desplomado a la inquietante cifra del 1,79 por ciento.

- (b) Aunque, en mi criterio, la brecha del producto continuaba en terreno negativo, el crecimiento del PIB podría llegar este año a una tasa entre el 4,8 y el 5 por ciento, o sea igual o levemente superior a la del PIB potencial, acercando por tanto el nivel en términos absolutos del PIB observado al del potencial.
- (c) En contraste con el débil comportamiento de las exportaciones, el notable dinamismo de la demanda interna se mantenía.
- (d) La tasa de desempleo proseguía su disminución, habiendo alcanzado el segmento de un solo dígito, debido principalmente al crecimiento de la ocupación asalariada, en general de mejor calidad que la no asalariada en términos de remuneración y estabilidad.

A mi juicio, la política monetaria culminó su tránsito hacia su rango de normalidad a partir del último reajuste de la tasa de interés de intervención del Banco que se hizo en la reunión de la Junta de agosto pasado, en la cual esta fue fijada en 4,5 por ciento, donde se ha mantenido desde entonces.

De no presentarse en el corto plazo cambios significativos no previstos en las condiciones internas o externas con relación a la información hasta hoy disponible, este sería el último reajuste en este ciclo de normalización de la política.

De otra parte, el nivel del 4,5 por ciento nos habilita para seguir observando la naturaleza contracíclica de la política monetaria, de suerte que, de llegar a ser necesario, habría margen suficiente para

adoptar en el futuro nuevamente una postura expansiva de la misma.

EL CONTEXTO EXTERNO

¿Cómo se ven las cosas hacia adelante? En el contexto externo, las señales continúan siendo, por decir lo menos, inquietantes, aunque con signos mixtos.

En China prosigue moderándose el crecimiento, que terminaría este año en el 7,3 por ciento, y en 2015 se podría aproximar al 6,5. Esta economía conforma una de las palancas más determinantes de los términos de intercambio de los mercados emergentes más dependientes de recursos naturales, como Colombia.

A pesar de que técnicamente la recesión del resto de las economías más avanzadas quedó atrás, la de la zona del euro en su conjunto se halla estancada, con una tasa de desempleo del 11,5 por ciento, muy distante tanto de su potencial como de su nivel previo a la crisis, donde sobresale el ostensible debilitamiento de las de Alemania, Francia e Italia, que alcanzan las tres cuartas partes del tamaño de aquella.

Adicionalmente, el gran fantasma que la sigue acosando es la deflación, por exhibir una inflación anual de apenas 0,3 por ciento, en contraste con su meta del 2, con riesgos no despreciables de continuar cayendo. La respuesta del Banco Central Europeo ha sido la reducción adicional de su tasa de interés de política a su mínimo histórico del 0,05 por ciento y de la tasa de interés de su facilidad de

depósito al -0,20 por ciento, lo que significa que los bancos comerciales le deben pagar al central para que les custodie el dinero. Y el lanzamiento del programa TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations), mediante el cual inyectará hasta un billón de euros al sistema financiero en los próximos cuatro años. Adicionalmente, el Banco anunció un programa de compra de títulos respaldados en activos a partir del presente mes de octubre, pero sin precisar su cuantía.

La mayoría de las economías emergentes de nuestra región sigue acusando notorios signos de desaceleración. Cabe destacar que la de Brasil técnicamente entró en recesión, y que los bancos centrales de Chile, Perú y México, nuestros socios de la Alianza del Pacífico, además de haber relajado aún más sus respectivas posturas, de por sí ya ampliamente expansivas, han revisado hacia abajo sus respectivos pronósticos de crecimiento. Chile y Perú, hasta no hace mucho tiempo las estrellas indiscutibles del hemisferio, no crecerían este año más del 2 por ciento y el 3,5 respectivamente, en tanto que México lo haría a un ritmo similar al último.

Sobre Argentina y Venezuela, los signos continúan siendo sombríos en materia de su estabilidad macroeconómica, y no se ve indicio alguno que permita confiar en su pronta recuperación. El mercado de Venezuela, que llegó a ser el primer destino de nuestras exportaciones de manufacturas, aún por encima de Estados Unidos, viene hace un buen rato en picada, en especial debido a sus formidables y crecientes dificultades de pago, habiendo sido sustituido por Ecuador, que conserva un crecimiento del 4 por

ciento, pero con barreras no arancelarias cada vez más fuertes a sus importaciones.

La excepción es Estados Unidos, con una tasa de desempleo que ha descendido desde el 10,8 por ciento en octubre de 2008 al 5,9 hoy, en cuya economía ya se pueden observar señales de una recuperación más sólida y sostenida, lo cual podría llevar a la FED, tras agotar las medidas no convencionales de relajamiento monetario, a comenzar el ciclo de normalización de su política hacia o cerca del mes de marzo del próximo año.

Una mención aparte merece la nueva revolución tecnológica que está transformando de forma sustancial su sector de hidrocarburos, y que habrá de arrojar formidables efectos sobre la estructura mundial de esta industria, así como sobre sus precios.

Allí la producción de gas se ha incrementado en una cuarta parte desde 2010, superando a Rusia, que ostentaba el primer lugar, y encaminándose hacia el liderazgo planetario en exportaciones al final de esta década, con un aumento adicional esperado del 30 por ciento. De otra parte, su producción de petróleo ha pasado de tres millones de barriles diarios en 2008 a ocho millones en la actualidad. Y se calcula que en dos años más habrá sobrepasado a Rusia y Arabia Saudita, con diez millones de barriles por día, y que luego se estabilizará en 12 millones durante un largo período. En tanto que el consumo interno disminuye.

Los costos de extracción de este par de hidrocarburos esenciales a partir del esquisto – las rocas de estructura pizarrosa donde se

hallan atrapados enormes yacimientos que superan en volumen las reservas convencionales probadas, que en petróleo son de 1,5 billones de barriles (1,5 trillones en inglés) -, vienen reduciéndose a ritmos anuales cercanos al 25 por ciento por cuenta de los monumentales incrementos en eficiencia derivados de esta nueva revolución tecnológica (Morse, 2014). De suerte que en las siguientes décadas del presente milenio los precios podrían caer en considerables proporciones, permitiéndoles a sus consumidores ahorrar cientos de miles de millones de dólares por año.

Se calcula que al final de la presente década, en Estados Unidos el precio del gas natural, que había descendido de su pico máximo de 13,50 dólares por mil pies cúbicos en 2008 a entre 3 y 4 en 2009 (Hefner, 2014), podría estabilizarse en 5,50 dólares, y el del petróleo a nivel global entre 70 y 90 dólares (Morse, 2014).

Ya a partir de 2013, el petróleo, el gas natural y la petroquímica sumados, representan el primer rubro de exportación de esta economía, la más grande del mundo, por encima de los productos agrícolas, el equipo de transporte y los bienes de capital.

EL CONTEXTO INTERNO

Para terminar, el contexto interno. Colombia muestra índices notablemente saludables en comparación con el resto de la región.

En efecto, contamos con una inflación baja y estable, cuya cifra a septiembre – 2,86 por ciento anual – se halla por debajo de la meta del 3. Al igual que el promedio de los indicadores de las básicas –

2,63 -. En tanto que las expectativas a todos los horizontes de tiempo se hayan ancladas a la meta.

El crecimiento promedio del PIB real entre 2003 y 2013, que coincide con el período de más baja inflación de nuestro devenir económico, fue del 4,7 por ciento anual, a pesar del impacto de la crisis global 2007-2009. Es decir una cifra muy próxima al crecimiento actual del potencial de la economía. La tasa promedio de desempleo nacional cayó del 14,3 por ciento al 9,1. La tasa de inversión real, medida como proporción del PIB, pasó del 17,8 por ciento al 27,6. Y la calificación crediticia del país es hoy la más alta de su historia.

No obstante el comportamiento excepcionalmente positivo de la economía colombiana durante la última década, en gran parte arrastrado por el *boom* minero-energético – ahora en trance de desvanecimiento -, y explicado además por los avances en seguridad y por el marco de la política macroeconómica, debo manifestar mi preocupación acerca de una potencial fuente de vulnerabilidad que ha venido ampliándose. Se trata del déficit de la cuenta corriente, con incesante aunque leve tendencia a aumentar desde 2006, que superaría el 4 por ciento al final del año, el cual, como bien se sabe, se tiene que financiar con el superávit de la cuenta de capital. Es decir, con inversión y endeudamiento foráneos.

Desglosando las cifras por sectores, se encuentra que, al excluir el minero-energético, cuyo balance hasta el fin de 2013 todavía era altamente positivo, aunque ya declinante, el déficit del 'resto de la

economía' desbordaba el superávit de aquel, quedando un neto negativo de -3,4 por ciento. Ahora bien, el déficit conjunto correspondiente a industria, comercio y agricultura, se amplía principalmente como resultado de la fuerte caída de las exportaciones industriales.

En lo corrido de este año a julio, las exportaciones totales seguían cayendo (- 2,6 por ciento) con relación a igual período del año anterior, en tanto que las importaciones crecían 8,1 por ciento. Como consecuencia, el déficit de la cuenta corriente ha seguido aumentando.

Pese a todo ello, veo las cosas en el frente cambiario con relativo optimismo, dada la esperanzadora probabilidad de que la desalineación de la tasa de cambio observada con respecto a la real de equilibrio se corrija, en la medida en que, tras haberse detenido la masiva emisión de dólares a través de los QE uno dos y tres, y la economía norteamericana continúe su recuperación, la FED comience a normalizar su política. Lo cual sería un elemento muy favorable para el sector transable de la economía, en particular industria y agricultura, el más castigado desde hace varios años por la revaluación, a su turno contribuyendo a la mitigación de la tendencia creciente del déficit de la cuenta corriente, antes de que este termine materializándose como el talón de Aquiles de la economía.

No obstante, las formidables dificultades que enfrentan las economías de la zona euro y Japón, con el fantasma de la deflación por delante, y los consiguientes anuncios de sus respectivas

autoridades que indican un mayor relajamiento tanto convencional como cuantitativo de sus políticas monetarias, podrían restarle fuerza a los anhelados efectos cambiarios sobre nuestra moneda de la esperada normalización de la política de la FED.

De cara al corto y al mediano plazo, otra fuente de incertidumbre proviene del frente fiscal, que ha comenzado a verse comprometido por la importante caída de los ingresos petroleros, de cuya suerte en buena parte dependerá la sostenibilidad del actual dinamismo de la economía, al menos durante los años 2015 y 2016, tras haber constituido, de lejos, el principal sostén del crecimiento durante el presente año a través de las obras públicas civiles y los estímulos a la construcción de vivienda.

Por las consideraciones anteriores, un riesgo que no se puede descartar es que la brecha del producto, es decir la diferencia entre el PIB observado y el potencial, que en la actualidad se halla muy cerca de su cierre, regrese al terreno negativo más pronto que tarde. Si nuestras proyecciones, modelos y pesquisas así lo indicaren, la respuesta de política obviamente tendría que reflejarse, con suficiente anticipación, en un nuevo cambio de postura hacia una fase expansiva.

No se debe olvidar que el rezago entre los movimientos de la tasa de interés de política y el surtido de sus efectos plenos sobre la demanda, puede tomar aproximadamente entre 12 y 24 meses.

Tal es la esencia de la contraciclicidad, que, junto con la capacidad de anticipación de la autoridad monetaria, constituye la clave de una

acertada política. Sólo sobre-reaccionar, o actuar tardíamente, no serviría de nada. En cambio, sí podría causarle grandes estragos a la economía.

Finalmente, al lado de la contraciclicidad y la anticipación, el tercer eje esencial de la política monetaria es la comunicación de doble vía con los agentes económicos y el público, ante quienes los hacedores de políticas públicas tenemos la obligación de rendir cuentas.

En el desempeño de tan grata labor heme aquí, gracias a la muy generosa invitación de ustedes por intermedio de mi buen amigo y colega Jorge Humberto Botero.

REFERENCIAS

Alesina, A., Carrasquilla, A., Steiner, R. (2002) “El Banco Central en Colombia”. En “Reformas Institucionales en Colombia”, editado por Alberto Alesina. Fedesarrollo y Alfaomega, Bogotá

Cano, C.G. (2008) “Supervisión y Regulación: la otra cara de la política monetaria”. Borradores de Economía no. 501, Banco de la República, Bogotá

Currie, L. (1951) “Coordinación de la Política Monetaria, Fiscal y Cambiaria”. En “La Moneda y el Debate Monetario en Colombia”, editado por Antonio Hernández Gamarra, Editorial Retina, Bogotá 2004

Fukuyama, F. (1993) "The End of History and the Last Man". Free Press, New York

Goodhart, C. (2005) "Financial regulation, credit risk and financial stability". National Institute Economic Review

Kindleberger, Ch. (2005). "Manias, Panics and Crashes". New Jersey, Wiley

Hefner, R.A. (2014). "The United States of Gas". Foreign Affairs, Volume 93, Number 3, May/June

Mishkin, F.S. (2006) "The Next Great Globalization". Princeton University Press

Minsky, H.P. (2008) "Stabilizing an Unstable Economy". Mc GrawHill

Morse. E.L. (2014) "Welcome to the Revolution". Foreign Affairs, Volume 93, Number 3, May/June

Reinhart, C.M. & Rogoff, K. S. (2009) "This Time is Different". Princeton University Press

Wolf, M. (2014) "The Shifts and the Shocks". Penguin Press, New York

Bogotá, 8 de octubre de 2014