



GOVERNMENT BORROWERS FORUM May 5-8, 2014, Cartagena, Colombia

Introducción

Agradezco a los organizadores de este Government Borrowers Forum por su amable invitación a dirigir unas palabras a tan distinguida audiencia. Estoy seguro de que en estos tres días de discusión tendrán un fructífero intercambio de ideas sobre una variedad de temas relevantes para el buen funcionamiento de nuestras economías en general, y de los mercados de deuda pública en particular.

Me concentraré esta mañana en los retos y riesgos que probablemente estarán enfrentando nuestras economías en los próximos años. La historia tiene tres partes: ¿De dónde venimos? ¿Donde estamos ahora? ¿Cuáles son los retos y riesgos futuros? Me basaré fundamentalmente en la experiencia de Colombia y otros países de la región con marcos de política macroeconómica similares. Es posible que algunos de los riesgos y retos a que haga referencia apliquen también a otro tipo de economías.

¿De dónde venimos?

El desempeño macroeconómico de buena parte de las economías suramericanas entre los años 2003 y 2012 fue satisfactorio. Su crecimiento del PIB per-cápita se compara favorablemente con el crecimiento en décadas anteriores, al igual que la inflación. Al mismo tiempo, los países de la región superaron exitosamente los vaivenes de la economía mundial, especialmente los resultantes de la peor crisis financiera global de los últimos ochenta años y de la fuerte e inusual respuesta de la política económica en los países avanzados.

Dos son las causas principales detrás de este notable comportamiento reciente de las economías de América del Sur. En primer lugar, las condiciones externas favorecieron la demanda y los precios relativos de los bienes básicos que exportan buena parte de nuestros países. Como consecuencia, experimentaron

una mejora sustancial en los términos de intercambio y grandes entradas de inversión extranjera directa, lo cual impulsó de manera considerable el crecimiento del ingreso nacional y del producto. Asimismo, el acceso de los sectores público y privado al financiamiento externo fue amplio, dada la abundancia de liquidez internacional antes y después de la crisis global.

En segundo lugar, los marcos de política macroeconómica han sido fortalecidos. La deuda pública como proporción del PIB ha disminuido este siglo en países como Perú y Colombia y en economías como la de Brasil y Colombia se ha desarrollado un mercado interno líquido y profundo de deuda del Gobierno. Esto ha permitido bajar la prima de riesgo soberano de los países y reducir el costo del financiamiento de la economía en general. También ha sido determinante para absorber choques externos adversos, puesto que ni los episodios de fuerte depreciación de las monedas ni de alza de las tasas de interés externas o de la aversión global al riesgo, han comprometido directamente la capacidad de pago de los gobiernos.

Asimismo, la mayor fortaleza fiscal ha permitido una respuesta contracíclica de la política fiscal ante choques exógenos. Incluso, pudo haber aumentado el efecto multiplicador sobre el producto, al minimizar la probabilidad de que una expansión fiscal genere efectos contractivos vía mayores primas de riesgo o aumentos esperados de los impuestos (véase, por ejemplo, Vargas, et al. 2012, para el caso colombiano). En algunos países, la posibilidad de utilizar la política fiscal como una herramienta contracíclica ha evitado una excesiva dependencia de la política monetaria en su papel de ajustar la economía ante diversos choques.

La fortaleza de los sistemas financieros ha sido también crucial para evitar que ese sector sea el origen de choques negativos sobre la actividad económica o que los propague de forma pronunciada. Los niveles de capital y liquidez de los intermediarios financieros han permitido que, hasta ahora, el canal de crédito no haya sido fuertemente afectado por los golpes que han sufrido nuestras economías. Los progresos en supervisión y regulación financiera, el uso oportuno y muchas veces cuidadoso de medidas "macro-prudenciales" y el mantenimiento de niveles adecuados de liquidez internacional han sido esenciales en este resultado. Esos elementos han minimizado la incidencia de los choques macroeconómicos en la solvencia de los intermediarios financieros, el sistema de pagos y la oferta de crédito.

Por último, además de alcanzar tasas de inflación bajas, la estrategia de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria adoptada en algunos países de la región, ha permitido absorber choques externos con fluctuaciones moderadas y temporales del producto y el empleo. La tasa de cambio ha funcionado como una importante variable de ajuste ante dichos choques. Adicionalmente, el aumento en la credibilidad de las metas de inflación y la menor transmisión de los movimientos de la tasa de cambio a los precios ha disminuido ha permitido que la política monetaria reaccione de forma contracíclica a los choques adversos. El papel de la tasa de cambio como variable de ajuste y la respuesta contracíclica de la política monetaria han sido entonces factores determinantes de la estabilidad del crecimiento económico en la última década.

En resumen, los progresos en el marco macroeconómico de algunos países de la región han traído enormes beneficio para sus economías. El logro de inflaciones bajas ha reducido la incertidumbre sobre las tasas de interés reales (ex-ante) y, posiblemente, sobre los precios relativos. Ello ha contribuido a incrementos en la tasa de inversión. La sostenibilidad de las finanzas pública ha permitido reducir de forma permanente el costo del financiamiento de la economía, al bajar la prima de riesgo soberano de país. La solidez del sistema financiero y los niveles de capital y liquidez de los intermediarios han permitido que el canal de crédito no haya sido fuertemente afectado por los golpes que ha sufrido la economía. La flexibilidad cambiaria ha permitido que la tasa de cambio funcione como una variable de ajuste que amortigua los choques externos y desestimula la dolarización o conformación de descalces cambiarios en el sector privado, al inducir una interiorización del riesgo de monedas en sus decisiones.

¿Dónde estamos ahora?

Con el buen desempeño económico descrito y un marco macroeconómico que incorpora las lecciones aprendidas en crisis pasadas, las economías de la región se asoman a un cambio de condiciones externas que implicará nuevos retos.

En particular, es razonable esperar que en éste y en los próximos años veamos un fortalecimiento de la expansión de las economías industrializadas más afectadas por la crisis financiera internacional. En efecto, tres de los factores que más han restringido su crecimiento en estos años han venido perdiendo fuerza. El proceso de consolidación fiscal es ahora menos estricto que en el pasado en muchas economías avanzadas. El desapalancamiento privado también ha avanzado, en especial en economías como la de Estados Unidos. Y

la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la demanda también ha disminuido, al tiempo que la política monetaria en Estados Unidos, Europa y Japón es fuertemente expansiva. En general, las condiciones financieras globales apoyan el crecimiento, no obstante la reducción gradual en la compra de activos por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

No obstante lo anterior, otras tres fuerzas pueden afectar o estar afectando en dirección contraria el crecimiento mundial. El crecimiento del comercio internacional ha caído, bien sea por el bajo dinamismo de la inversión en las economías industrializadas, por restricciones al comercio o por causas todavía no identificadas. En Europa, la inflación y las expectativas de inflación han caído, creando el riesgo de deflación, lo cual podría comprometer su proceso de recuperación si retrasa las decisiones de consumo e inversión e incrementa el valor real de las deudas. Y en China, existe considerable incertidumbre sobre la transición de una economía basada en la inversión hacia otra con más peso del consumo, al tiempo que se controla el crecimiento del crédito. En caso de ocurrir una fuerte contracción del crédito o un colapso en la confianza podría haber una fuerte corrección en el mercado de propiedad raíz de ese país con consecuencias negativas sobre la actividad económica y la estabilidad del sistema financiero.

En este contexto, algunos de los temas que más atraen la atención hoy en algunos de nuestros países son el comportamiento reciente y futuro de los términos de intercambio y el ajuste de las economías a la gradual reducción de en la compra de activos por parte de la FED. Los términos de intercambio de los países de la región han permanecido estable o disminuido un poco durante los dos años pasados, como consecuencia del comportamiento de los precios internacionales de los productos básicos. Reflejando el menor crecimiento observado o esperado de la economía China, los precios de los metales han caído, en especial los del cobre. Los precios del carbón tuvieron una fuerte caída a partir de finales de 2011, en parte como consecuencia de los desarrollos del gas esquisto. Los precios de la energía y de los bienes agrícolas permanecieron altos como consecuencias de factores de oferta de diversa índole.

En consecuencia, con la estabilidad, o aún la caída en los términos de intercambio, se ha venido desactivando el fuerte impulso que ellos suministraron al crecimiento de las economías productoras de bienes básicos en el pasado, entre las que se encuentran buena parte de los países de América del Sur.

De otra parte, con el progresivo desmonte de la política de relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos, las condiciones financieras internacionales de abundante liquidez y bajas tasas de interés, que por tanto tiempo han estimulado al crecimiento de las economías emergentes, están comenzando a cambiar. Las tasas de interés locales de mediano y largo plazo en algunas de las economías latinoamericanas han aumentado substancialmente. Esto puede ser más intenso en el futuro en la medida que continúe el *tapering*, en especial en las economías con fuertes desequilibrios externos y con alta participación de inversionistas extranjeros en el mercado de bonos locales. A su vez, las tasas de cambio de las monedas de la región frente al dólar de los Estados Unidos han tenido fuerte volatilidad, con tendencia a depreciarse. Si una fuerte devaluación ocurre en el futuro, la salud financiera de los agentes con mayor exposición al riesgo cambiario podría llegar a estar comprometida.

Por lo tanto, con términos de intercambio estancados o en deterioro, menor liquidez internacional y tasas de interés externas y locales con tendencia hacia el alza, así como algunas vulnerabilidades, no es difícil predecir que el crecimiento de las principales economías de América del Sur probablemente será menor en este y los años siguientes que en el pasado reciente. Este patrón seguramente también será observado en otras economías emergentes del mundo.

¿Cuáles son los riesgos y retos?

Frente a estos riesgos y retos debemos preguntarnos nosotros cuál es la respuesta adecuada de política económica. La respuesta obvia es preservar la estabilidad macroeconómica y financiera y profundizar la agenda de reformas estructurales que facilitan un crecimiento económico sostenido mayor y más equitativo.

La estabilidad macroeconómica y financiera es responsabilidad de los bancos centrales, los Gobiernos y el sistema financiero. En cuanto a la política monetaria conducida por los bancos centrales su misión es la de alcanzar y preservar la estabilidad de precios y contribuir a suavizar el ciclo económico. Esto requiere un manejo contracíclico de la política monetaria, para lo cual es crucial contar con la flexibilidad del tipo de cambio. Los Gobiernos, por su parte, tienen la misión de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas, generando ingresos tributarios que cubran en el mediano plazo los gastos y haciendo un correcto manejo del mercado de deuda pública. Al mismo tiempo, los bancos centrales y los gobiernos deben velar por el suministro

adecuado de liquidez, incluida la liquidez de emergencia, y mantener un esquema de regulación y supervisión micro y macroprudencial que contribuya a preservar la solidez del sistema financiero como un todo.

En cuanto al sistema financiero, su aporte potencial al crecimiento económico y a la mejora en la distribución del ingreso es difícilmente controversial. Para eso, sin embargo, debe desempeñar bien sus funciones (por ejemplo, la de transferir recursos de los ahorradores a los inversionistas, administrando de manera efectiva el riesgo). El Estado debe imponer regulaciones de liquidez y capital que aprendan de las experiencias pasadas y remover las numerosas barreras al buen funcionamiento de los mercados de crédito, ahorro y seguros. El sistema financiero debe mirar con visión de largo plazo las iniciativas de regulación y de reformas estructurales, y abolir incentivos microeconómicos que en algunos casos resultaron claramente perversos. Probablemente, los bancos globales (y otros) deben proteger sus funciones básicas de las potenciales pérdidas en actividades de banca de inversión y en el mercado de capitales, y en nuestros países debemos estar preparados para identificar el impacto de esas acciones de política en los mercados financieros locales, incluyendo el mercado de bonos públicos.

Por supuesto, la pérdida del impulso al crecimiento económico proveniente de los cambios en las condiciones externas descritas antes no puede compensarse con tasas de interés anormalmente bajas, ni con activismo fiscal ni con el relajamiento en los estándares de medición de riesgos del sistema financiero. Por el contrario, ese tipo de acciones terminan creando desequilibrios que tarde o temprano terminan en profundas crisis económicas y financieras. Ni la estabilidad macroeconómica o financiera son condiciones suficientes para crecer a tasas altas y cambiar radicalmente la distribución inequitativa del ingreso y la riqueza. Otras condiciones son necesarias para esos propósitos.

Para ser preciso y concluir, debemos concentrarnos en los determinantes de largo plazo del crecimiento económico y de la equidad. El espacio de mejora y convergencia en productividad en muchas de nuestras economías es grande. Para usarlo necesitamos crear o conservar un ambiente de competencia que sea propicio a la inversión y a la innovación. Por ejemplo, verdaderas aperturas comerciales, sin la proliferación de barreras y medidas no arancelarias que en muchos de nuestros países mantienen niveles altos de protección. Marcos institucionales que sigan las mejores prácticas en la estructuración de los proyectos de infraestructura, y que identifiquen los instrumentos de fondeo apropiados según las distintas fases de los proyectos. Priorizar la inversión en

capital humano, tanto en la educación como en la nutrición infantil y la salud de la población. Eliminar la gran variedad de obstáculos al buen funcionamiento de los mercados de factores de producción.