



**26° SIMPOSIO DE MERCADO DE CAPITALES ASOBANCARIA
“EL MERCADO DE CAPITALES COMO PROPULSOR DEL DESARROLLO”
MAYO 8 DE 2014, MEDELLIN**

JOSÉ DARÍO URIBE

Introducción

Agradezco a Asobancaria por su amable invitación a instalar este evento que cumple 26 años sirviendo al país como escenario de intercambio de ideas sobre el estado, el desarrollo y los desafíos del sector financiero y la economía colombiana.

Esta mañana quiero referirme a algunos retos y riesgos que enfrenta la economía colombiana en general y el sistema financiero en particular. Comenzaré entonces con un breve recuento del favorable desempeño macroeconómico del país en los diez años pasados, con especial énfasis en los elementos de nuestro marco de política que soportan la resistencia de la economía ante choques exógenos externos e internos. Luego me referiré a los retos asociados a mantener un crecimiento alto y una profundización financiera sostenible

El principal mensaje de mi intervención es el siguiente. El nivel de vida de los colombianos mejoró de manera notable en la última década producto de condiciones externas excepcionalmente favorables y de avances importantes en el marco de política macroeconómica y en la seguridad. Sin embargo, es razonable suponer que el impulso al crecimiento proveniente de factores externos perderá fuerza en el futuro. Asimismo, que la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria pero no suficiente para crecer a tasas altas por períodos prolongados de tiempo (ej. Décadas). Por lo tanto, necesitamos evitar acciones que debiliten nuestro marco de política macroeconómica con el fin de mantener tasas de crecimientos altas en el corto plazo, y concentrarnos en políticas que remuevan los obstáculos al crecimiento duradero de la productividad y permitan una distribución más equitativa de los beneficios del progreso.

Desempeño macroeconómico de Colombia en la última década

El desempeño macroeconómico de Colombia en la última década ha sido satisfactorio. El 3.5% de crecimiento promedio anual del PIB per-cápita entre 2004 y 2013 se compara favorablemente con el crecimiento en décadas anteriores, mientras que la inflación ha convergido a una meta baja y estable del 3%. Al mismo tiempo, el país ha superado 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. Para Colombia, en particular, la crisis coincidió con el desplome de sus exportaciones a Venezuela desde niveles máximos históricos. En este entorno turbulento, la variabilidad del crecimiento del PIB per-cápita en Colombia ha sido menor que en décadas pasadas y que en otras economías emergentes.

Hay varias causas detrás del notable comportamiento de la economía colombiana. Las condiciones externas, para empezar, han favorecido la demanda y los precios relativos de los bienes básicos que exporta el país. Como consecuencia, hemos experimentado una mejora sustancial en los términos de intercambio y grandes entradas de inversión extranjera directa. Esto ha impulsado el crecimiento del ingreso nacional y del producto. Asimismo, el acceso de los sectores público y privado al financiamiento externo ha sido amplio, dada la abundancia de liquidez internacional antes y después de la crisis global.

Algunas acciones de política en Colombia también han contribuido significativamente al crecimiento del ingreso. Las mejoras en la seguridad y la consolidación fiscal elevaron la confianza de hogares, empresarios e inversionistas en la economía. El logro de una inflación baja y estable redujo la incertidumbre sobre las tasas de interés reales (ex-ante) y, posiblemente, sobre los precios relativos. Como resultado de lo anterior, el promedio de la inversión como proporción del PIB pasó de 19% en la década 1994-2003 a más de 22% del PIB en la siguiente.

Por su parte, la exitosa adopción del esquema de Inflación Objetivo como estrategia de política monetaria ha sido fundamental para alcanzar y mantener la meta de inflación del 3%, así como para afianzar la credibilidad de la misma.

La relativa estabilidad del crecimiento económico en un ambiente de alta volatilidad externa responde a la existencia de un marco de política compuesto por tres pilares, a saber, la sostenibilidad fiscal, la solidez del sistema financiero y la estrategia de Inflación Objetivo con flexibilidad cambiaria.

El marco de política macroeconómica

La sostenibilidad fiscal consta de tres elementos centrales: i) la reducción de la deuda pública como proporción del PIB; ii) la disminución significativa del descalce cambiario del sector público; y iii) el desarrollo de un mercado interno líquido y profundo de deuda del Gobierno. Estos avances han sido posibles gracias a varias reformas fiscales, a la adopción de un marco de mediano plazo y al logro de una tasa de inflación baja y estable.

Este progreso ha permitido reducir de forma permanente el costo del financiamiento de la economía en general, al bajar la prima de riesgo soberano de Colombia. También ha sido determinante para absorber choques externos adversos, puesto que una depreciación fuerte o un alza de las tasas de interés externas o de la aversión global al riesgo no comprometen directamente la capacidad de pago del Gobierno.

Asimismo, la 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 (Vargas, et al. 2012). La posibilidad de utilizar la política fiscal como una herramienta contracíclica ha evitado también recargar a la política monetaria con el ajuste de la economía ante diversos choques. La aplicación de la regla fiscal adoptada hace unos años debe facilitar la operación de una política fiscal contracíclica compatible con el marco fiscal de mediano plazo.

La fortaleza del sistema financiero ha sido crucial para evitar que éste 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 han permitido, hasta ahora, que el canal de crédito no haya sido fuertemente afectado por los golpes que ha sufrido la economía. Cruciales en este resultado han sido factores tales como una adecuada supervisión y regulación financiera, un uso oportuno y cuidadoso de medidas prudenciales con fines macroeconómicos (ej, evitar crecimientos excesivos del crédito) y el mantenimiento de niveles adecuados de liquidez internacional.

De especial importancia han sido la regulación permanente de los descalces cambiarios y de plazos de las entidades de crédito, la preservación de niveles apropiados de capital y provisiones, la regulación de liquidez de las instituciones bancarias y la existencia de facilidades de liquidez idóneas. Estos elementos han minimizado la incidencia de los choques macroeconómicos en la solvencia de los intermediarios, el sistema de pagos y la oferta de crédito.

Las medidas macroprudenciales temporales adoptadas han sido pocas y escogidas con prudencia, dados sus costos sobre la intermediación financiera y el hecho de que su permanencia por períodos largos puede erosionar su efectividad. Cuando se han tomado, estas políticas han buscado moderar un crecimiento excesivo del crédito y un deterioro en los estándares de calidad del mismo.

Colombia es una economía cerrada en relación con algunos países de la región. Esto implica que la transmisión de movimientos de la tasa de cambio a los precios tiende a ser baja y que el canal de demanda agregada tiene gran importancia en la determinación de la inflación. En estas condiciones, fuertes crecimientos del crédito han coincidido (hasta ahora) con presiones inflacionarias. En consecuencia, la necesidad de emplear medidas macroprudenciales ha sido limitada y, cuando se ha presentado, dichas medidas han reforzado los movimientos de la tasa de interés de política.

El mantenimiento de niveles adecuados de reservas internacionales y la Línea de Crédito Flexible del FMI han servido para enfrentar potenciales eventos extremos en el mercado cambiario y para minimizar la probabilidad de una pérdida de confianza debida a una percepción del mercado sobre niveles insuficientes de liquidez externa.

Por su parte, la estrategia de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria, además de alcanzar una tasa de inflación baja y estable, ha permitido absorber choques externos sin grandes fluctuaciones del producto y el empleo. La tasa de cambio ha funcionado como una importante variable de ajuste ante dichos choques. Adicionalmente, en la medida en que la credibilidad de la meta de inflación se ha consolidado y la transmisión de los movimientos de la tasa de cambio a los precios ha disminuido, la política monetaria ha podido reaccionar de forma contracíclica ante choques adversos. Las dos características, el rol de la tasa de cambio como variable de ajuste y la respuesta contracíclica de la política monetaria, han sido factores determinantes de la estabilidad del crecimiento económico en lo corrido de este siglo.

Tal vez la propiedad más importante del marco de política adoptado en Colombia es que sus pilares se complementan, creando círculos virtuosos que mejoran la operación y la fortaleza del propio marco. Por ejemplo, la flexibilidad cambiaria desestimula la conformación de descalces cambiarios en el sector privado, al inducir una interiorización del riesgo de monedas en sus decisiones. Esto aumenta la estabilidad financiera del país y facilita la misma flexibilidad cambiaria. Una meta creíble de inflación y la flexibilidad cambiaria reducen la transmisión de movimientos de la tasa de cambio a los precios, lo cual facilita a su vez la flexibilidad cambiaria y la credibilidad de la meta de inflación.

La sostenibilidad fiscal reduce el riesgo soberano de las inversiones del sistema financiero y eleva la credibilidad de la meta de inflación (al bajar la probabilidad de un financiamiento monetario del Gobierno). Esta última permite el desarrollo de los mercados de largo plazo y facilita el financiamiento público en pesos. Éste se beneficia asimismo de la estabilidad del sistema financiero, la cual, adicionalmente, reduce la contingencia fiscal de una crisis del sector y potencia la transmisión de la política monetaria.

La conjunción de todos los efectos descritos ha permitido una menor volatilidad de la actividad económica ante choques externos. Esto no significa, por supuesto, que la economía colombiana pueda aislarse completamente de lo que suceda en el resto del mundo, o que un choque muy fuerte no vaya a afectarla seriamente. No obstante, el marco vigente sí permite una absorción menos traumática de choques exógenos, y, tal vez más importante, reduce la probabilidad de que se acumulen desequilibrios reales y financieros que incrementen la volatilidad macroeconómica y desemboquen en costosas y prolongadas crisis del sistema financiero.

En este sentido, el marco de política que hemos conformado es un valioso activo que debemos preservar.

Retos y riesgos

¿Cómo mantener un crecimiento alto?

Como lo mencioné antes, el principal reto de la economía colombiana consiste en mantener niveles de crecimiento que permitan continuar elevando el nivel de vida de sus habitantes de forma sostenida. Dado que los factores externos que han impulsado el crecimiento en la última década lo harán probablemente en menor medida en el futuro, el reto consiste entonces en evitar debilitar el marco de política con el fin de mantener tasas de crecimiento altas en el corto plazo, y concentrar los esfuerzos en políticas que remuevan obstáculos al crecimiento duradero de la productividad y permitan una distribución más equitativa de los beneficios del progreso.

Lo primero implica preservar la solidez de las finanzas públicas. Los retiros oportunos de los estímulos fiscales contracíclicos y una expansión sostenible y sanamente financiada de los subsidios y de los bienes públicos deben ser prioridades en esta agenda. La profundización del acceso al crédito y los servicios financieros debe mantenerse a un ritmo compatible con la salud del activo y la capitalización de los intermediarios financieros.

Lo segundo conlleva reconocer los cuellos de botella del crecimiento económico a distintos horizontes. Como lo señalé anteriormente, las acciones de política de la última década impulsaron especialmente a la inversión en Colombia. Se requiere en adelante (y siempre) políticas que contribuyan al crecimiento de la productividad total de factores. El espacio de mejora y "catch-up" en Colombia es enorme. Partiendo de un nivel menor que el de los EEUU, la productividad en Colombia ha registrado una tendencia decreciente desde la década de los años setenta, mientras que en los EEUU ha sostenido una tendencia al alza (Feenstra, et al. 2013).

A mediano plazo, una verdadera apertura comercial sería determinante para aumentar el grado de competencia al que está expuesto el aparato productivo nacional. Como lo muestra un estudio reciente de Jorge García y varios economistas del Banco de la República (García et al. 2014), la reducción arancelaria iniciada en los años noventa fue seguida por una proliferación de barreras y medidas no arancelarias que han sostenido un nivel general de protección alto. Sin mayor competencia, será difícil generar los incentivos para que el sector privado adopte mejoras productivas de fondo.

A mediano plazo también, la corrección del rezago de la infraestructura física del país es importante para elevar la productividad y el bienestar. Los proyectos de 4G son indudablemente elementos de este proceso cuya ejecución es indispensable. Dado el tamaño de las inversiones planeadas, sin embargo, el estudio de su impacto macroeconómico, financiero y fiscal emprendido por el Gobierno y el sector financiero es bienvenido.

Desde un punto de vista macroeconómico, las inversiones de 4G presionarán el gasto agregado antes de contribuir al crecimiento del producto potencial. Estos efectos podrían aumentar el déficit en cuenta corriente, a menos que fueran compensados por más ahorro o reducciones en la inversión extranjera directa orientada a la explotación de bienes básicos. A diferencia de la inversión en los sectores minero-energéticos, los proyectos de infraestructura no generan directamente ingresos en moneda extranjera y su rentabilidad social puede exceder su retorno privado. Asimismo, si la financiación externa se basa en endeudamiento más que en inversión de capital, el riesgo de los proyectos recaerá en primera instancia en los residentes que toman el financiamiento, en contraste con la inversión en la explotación minero-energética, en la cual el riesgo recae en una proporción importante en el inversionista extranjero.

Desde un punto de vista financiero, probablemente parte de la financiación de los proyectos sería canalizada a través de los intermediarios locales. Estos pueden cumplir un rol importante en el proceso y beneficiarse del mismo. Se debe, eso sí, ser cauteloso con las

exposiciones de riesgo que esto implica y con los niveles de capital requeridos para respaldar el proceso.

Todas estas consideraciones dan motivos para pensar que el Estado tendrá que jugar un papel fundamental en el desarrollo de estas inversiones como estructurador, regulador, ejecutor de algunas de ellas y receptor final de parte del riesgo de las mismas. Deben reconocerse los posibles conflictos de interés que el cumplimiento simultáneo de todas esas funciones implica y evitar que dichos conflictos, de materializarse, terminen debilitando la regulación y supervisión financiera. Adicionalmente, deben contemplarse las contingencias fiscales implícitas y explícitas de estas inversiones en los marcos fiscales de mediano plazo, y, por ende, identificarse los mecanismos de pago de las mismas.

A largo plazo, como ha sido ampliamente reconocido por analistas del sector público y privado, el país debe progresar en la acumulación de capital humano (ej. En la calidad de la educación y la nutrición infantil) y avanzar en la consolidación de un marco institucional claro y eficiente en varios sectores, que facilite el desarrollo de los mercados de factores productivos, a saber, tierra, trabajo y capital. Esto es fundamental para alcanzar una distribución más equitativa de los beneficios del progreso. También es importante la preservación de incentivos adecuados al trabajo, el ahorro, la producción y la provisión de crédito en el diseño de los sistemas de seguridad social y de los subsidios del Estado.

¿Cómo mantener una expansión y profundización financiera sostenible?

Como se ha mencionado en algunas oportunidades, la expansión de la banca colombiana en el exterior y especialmente en Centroamérica es un fenómeno interesante que ofrece a las entidades buenas oportunidades de negocio y puede proveer cierta diversificación de los riesgos macroeconómicos, dado que la sub-región es importadora de bienes básicos minero-energéticos y presenta una mayor exposición a la economía de los EEUU.

No obstante, dicha expansión también viene acompañada de riesgos. Algunas economías centroamericanas presentan altos grados de dolarización financiera y descalces cambiarios, así como limitaciones en sus facilidades de prestamista de última instancia. Varias de ellas tienen regímenes cambiarios semi-fijos y exhiben déficit significativos en sus cuentas públicas y externas. El propósito común de las autoridades financieras colombianas y de los intermediarios involucrados debe ser alcanzar estándares de calidad de la información, gobierno, supervisión, regulación y cobertura de riesgos en sus sucursales externas y entes consolidados que sean al menos tan buenos como los de una entidad financiera que opere en Colombia.

Esto es clave para preservar la fortaleza de nuestro marco de política. ¿Cómo se transmitirían a los mercados financieros colombianos choques que impacten a las economías centroamericanas? ¿Habría posibles efectos sistémicos de esos choques? Como lo expliqué anteriormente, nuestro marco de política se basa en limitaciones fuertes de los descalces cambiarios y de plazos de los intermediarios. ¿Cómo cambian estos descalces por cuenta de la expansión reciente en Centroamérica? Preguntas como estas deben ser respondidas por el sistema financiero y las autoridades competentes.

Otro fenómeno reciente ha sido el rápido crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios. Este desarrollo es bienvenido, por cuanto implica una ampliación de la gama de servicios y productos financieros disponibles para las firmas y los hogares. No obstante, esta expansión debe venir acompañada de una evaluación cuidadosa de los riesgos que enfrentan estos agentes y, de ser necesario, de un refuerzo de su regulación.

Las autoridades han venido trabajando en este sentido, como lo ilustra la regulación de liquidez para las firmas comisionistas de bolsa promulgada recientemente. El examen cuidadoso de necesidades regulatorias de diversos riesgos en varios frentes continuará con el fin de fortalecer la resistencia del sistema financiero ante distintos choques.

Referencias

Hernando Vargas & Andrés Gonzalez & Ignacio Lozano, 2012. "[Macroeconomic effects of structural fiscal policy changes in Colombia](#)," [BIS Papers chapters](#), in: Bank for International Settlements (ed.), Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies, volume 67, pages 119-160 Bank for International Settlements

Jorge García & David Camilo López & Enrique Montes Uribe & Pilar Esguerra Umaña, 2014. "[Una visión general de la política comercial colombiana entre 1950 y 2012](#)," Borradores de Economía No. 801. 30 de abril de 2014. Banco de la República

Feenstra, Robert C., Robert Inklaar and Marcel P. Timmer, 2013. "[Total Factor Productivity at Constant National Prices for Colombia and United States](#)" "The Next Generation of the Penn World Table" available for download at www.ggdc.net/pwt