

LA CRISIS FINANCIERA Y SU IMPACTO EN COLOMBIA: ¿CUÁLES SON LAS ALTERNATIVAS DE POLÍTICA?

Juan Pablo Zárate

Robert Rennhack

Rafael de la Fuente

Armando Montenegro

Roberto Steiner



Konrad
Adenauer
Stiftung



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social

FEDESARROLLO

FUNDACIÓN PARA LA EDUCACIÓN SUPERIOR Y EL DESARROLLO

Fedesarrollo es una fundación privada, independiente, sin ánimo de lucro, dedicada a la investigación no partidista en los campos de economía, ciencia política, historia, sociología, administración pública y derecho. Sus principales propósitos son contribuir al desarrollo de políticas acertadas en los campos económico y social, promover la discusión y comprensión de problemas de importancia nacional, y publicar y difundir análisis originales sobre fenómenos económicos y sociopolíticos, nacionales y latinoamericanos que sirvan para mejorar la calidad de la educación superior.



El Consejo Directivo es responsable de vigilar por la adecuada marcha de la administración de la institución y de trazar y revisar los objetivos generales de la fundación. La administración de los programas, del personal y de las publicaciones corre por cuenta del Director Ejecutivo, quien es el representante legal de la fundación. El Director y el Editor de Coyuntura asesorados por un comité interno de publicaciones tienen la responsabilidad de determinar qué trabajos se publican en Coyuntura Económica y en Coyuntura Social o en forma de libros o folletos de la institución. La publicación de un trabajo por Fedesarrollo implica que éste se considera un tratamiento competente de un problema y por lo tanto un elemento de juicio útil para el público, pero no implica que la fundación apoye sus conclusiones o recomendaciones.



*Fedesarrollo mantiene una posición de neutralidad para garantizar la libertad intelectual de sus investigadores. Por lo tanto, las interpretaciones y las conclusiones de las publicaciones de Fedesarrollo deben considerarse exclusivamente como de sus autores y no deben atribuirse a la institución, los miembros de su Consejo Directivo, sus Directivos, o las Entidades que apoyan las investigaciones. Cuando en una publicación de **Fedesarrollo** aparece una opinión sin firma, como es el caso del Análisis Coyuntural en las Revistas de la Institución, se debe considerar que ésta refleja el punto de vista del conjunto de Investigadores que están colaborando en la Institución en el momento de la publicación.*

DEBATES DE COYUNTURA E C O N Ó M I C A

La crisis financiera y su impacto en Colombia:
¿Cuáles son las alternativas de política

Juan Pablo Zárate
Robert Rennhack
Rafael de la Fuente
Armando Montenegro
Roberto Steiner

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9-91

Tels.: 325 97 77

Fax: 325 9780

A.A.: 75074

E-mail: administrator@fedesarrollo.org.co

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, Colombia

Tarifa Postal Reducida

Resolución No. 0078 del 1 de febrero de 1995

Permiso No. 705

Edición

Orlando Gracia F.

Redacción de textos

Julian Márquez

Artes y Diseño

Trafico Gráfico LTDA. | www.trafico-grafico.com | max@trafico-grafico.com

Calle 13 # 9-33 oficina 513

Tels: 3344321-3423876

Bogotá, D.C.

Impresión

La Imprenta Editores S.A.

Calle 77 No. 28-39

Bogotá, D.C.

Impreso y hecho en Colombia

Printed and made in Colombia

Contenido

Presentación	7
Plan financiero 2009 y estrategia del gobierno frente a la crisis mundial <i>Juan Pablo Zárate</i>	8
Lidiando con la crisis financiera mundial: Perspectivas económicas para Latinoamérica <i>Robert Rennhack</i>	13
Colombia y la crisis financiera <i>Rafael de la Fuente</i>	16
Situación económica 2009 <i>Armando Montenegro</i>	19
Colombia ante la crisis financiera internacional <i>Roberto Steiner</i>	22

Presentación

El año 2009 se vislumbra como uno de grandes retos en términos económicos. A pesar de los estímulos fiscales y monetarios, las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y Europa son cada vez menos alentadoras, y todo parece indicar que en los países asiáticos, especialmente en China, se reducirá el ritmo de expansión. Este entorno internacional afectará negativamente el balance externo de la economía colombiana, se traducirá en un menor crecimiento económico y un mayor desempleo, e implicará un deterioro en las cuentas fiscales.

Con el fin de contribuir a la discusión, Fedesarrollo y la Fundación Konrad Adenauer organizaron el Debate de Coyuntura Económica: **“La crisis financiera y su impacto en Colombia: ¿cuáles son las alternativas de política?”**. El panel estuvo integrado por Juan Pablo Zárate, Viceministro de Hacienda y Crédito Público; Robert Rennhack, Fondo Monetario Internacional; Rafael de la Fuente, Economista Jefe para América Latina BNP-Paribas; Armando Montenegro, Director Agora-corp y ex director del DNP y Roberto Steiner, Director Ejecutivo de Fedesarrollo.

Los temas y preguntas alrededor de los cuales se giró el debate son los siguientes:

- ¿Cuál va a ser la duración y profundidad de la crisis externa? ¿Qué tan eficaces serán los planes de ayuda fiscal aprobados en Estados Unidos y Europa?
- ¿Cuáles serán los principales canales de transmisión de la crisis sobre la economía Colombiana en el año 2009?
- ¿Qué factores hacen más/menos vulnerable a Colombia en comparación con episodios anteriores de crisis?
- ¿Qué alternativas de política monetaria y fiscal existen?

*Orlando Gracia F.
Editor de Coyuntura Económica*

Plan financiero 2009 y estrategia del gobierno frente a la crisis mundial

*Juan Pablo Zárate*¹

En primera instancia quiero agradecer a Fedesarrollo, siempre es muy grato para el Ministerio participar en los debates de coyuntura económica, la interacción con los centros de pensamiento, con analistas locales y por supuesto con los invitados internacionales que usualmente asisten a estos debates son muy importantes para el Gobierno.

COYUNTURA ACTUAL

En la presentación se van a tratar tres temas específicos: las condiciones que tenía Colombia antes del escenario Lehman Brothers, luego un breve repaso de lo que ha pasado desde mediados de septiembre hasta la fecha y cuáles son las principales perspectivas del gobierno para el año 2009 y luego hablar un poco del plan estratégico del gobierno para enfrentar la crisis.

En las condiciones iniciales se pueden ver cuatro aspectos: i) el sector externo, ii) las empresas, iii) el sector financiero y iv) el sector público. El punto que se quiere ilustrar es que muchos aspectos como la composición de los balances y el endeudamiento, están más relacionadas con los stocks que con los

flujos. Adicionalmente, se muestra que Colombia tenía un grado de vulnerabilidad bastante menor al mostrado en ocasiones anteriores cuando se habían presentado “exuberancias” en los flujos de capital.

En el caso del sector externo, tenemos una serie de indicadores que muestran, tanto en las posiciones stock como en algunos flujos, la solidez del país como deudor. Uno de los indicadores más importantes es la deuda externa como proporción de los ingresos de la cuenta corriente. Se puede ver cómo durante este ciclo de altos ingresos de capitales, entre 2005 y 2008, en una forma muy especial y mucho más importante que en los años noventa, se habían mantenido unos ingresos de cuenta corriente muy superiores en relación con la deuda externa. Lo anterior es equivalente a una deuda externa mucho menor en comparación con los ingresos en cuenta corriente, que son finalmente el flujo con el cual el país puede pagar esta deuda.

En el caso del endeudamiento de las empresas, la información también es clara. Se puede ver que los pasivos y las obligaciones de las empresas en 2007, la última información de la Superintendencia de Sociedades, era notoriamente más bajo al endeudamiento empresarial de la década de los 90. Entonces, lo que se ve es que definitivamente en el momento en que ocurre el escenario de

¹ Viceministro de Hacienda y Crédito Público

Lehman Brothers el país tenía unos coeficientes de endeudamiento mucho más bajos que en los 90. Se puede ver como la deuda en moneda extranjera es sustancialmente más baja entre 2004 y 2007 en comparación a lo observado durante toda la década de los 90, aunque se evidencia un incremento a lo largo del 2008.

Igualmente, existe una cobertura natural entre empresas que producen bienes transables y tienen deuda en dólares. En los años noventa, las empresas no estaban utilizando esa cobertura natural, porque las empresas que se endeudaban en dólares producían bienes no transables. Esta tendencia también se revirtió, y se puede observar que el endeudamiento de las empresas productoras de bienes no transables, que son las más expuestas a la devaluación, ha sido mucho más bajo y la rentabilidad ha sido mucho mejor, lo cual evidencia la baja exposición de las empresas.

En términos del sistema financiero, este tiene una rentabilidad alta, pero mucho más importante que eso, unas provisiones mucho mayores como proporción de la cartera vencida que en el pasado. También existen unos coeficientes de cartera vencida que, a pesar de subir naturalmente por la reversión del ciclo económico, están en niveles muy favorables. Recordemos que en el año 1994, cuando estábamos en el techo del ciclo económico de los años noventa, teníamos cartera vencida sobre cartera bruta superior a la observada en el año 2008, a pesar de estar ahora en una fase de desaceleración.

Y finalmente el sector público. Hoy en día la mayoría de la deuda pública es deuda interna, con una característica adicional, y es que Colombia tiene toda su deuda en tasa fija, lo cual hace que el balance del gobierno sea mucho menos vulnerable a cambios en variables como la tasa de interés de corto plazo.

¿Qué ha pasado después, desde la intensificación de la crisis y qué esperamos, cuál es nuestra proyección para el año 2009? En términos de los mercados financieros Colombia ha salido relativamente

bien librada. En cuanto a la tasa de cambio, se ha observado una devaluación del 10% entre el evento de Lehman Brothers y febrero de 2009. Se puede ver que Colombia, después de Perú -que es un país que interviene bastante en mercado cambiario-, es el país que ha tenido una menor devaluación. Esa menor devaluación se da sin intervenir el mercado cambiario. Colombia ha perdido menos del 1% en sus reservas, explicado más por problemas de valoración del euro contra el dólar, que por una intervención del mercado cambiario, mientras que países como Perú, que hemos visto que es el único que tenía la tasa de cambio menos devaluada, ha perdido 10% de sus reservas.

Con respecto al *spread* de deuda, se ha deteriorado un poco más el de Perú y Brasil, pero sin lugar a dudas, se ha deteriorado menos que el EMBI PLUS y que la deuda para el promedio de los países latinoamericanos de tamaño medio. En el caso de la tasa de interés de los TES, una vez se da el escenario del Lehman Brothers hay un aumento en la aversión al riesgo y, como es natural, se produce una caída en el precio de los activos nacionales, incluidos los TES. La tasa de los TES se incrementa, tiene su pico hacia principios de noviembre, pero después viene un proceso de apreciación sistemática de los TES que muestran en este momento a los TES como un activo más valioso que antes del evento Lehman Brothers. Estos datos dan una señal muy importante de la credibilidad general de la política. Sin lugar a dudas, si la política no fuera creíble Colombia estaría teniendo un ataque contra los activos nacionales y no una valorización de estos.

En términos de balanza de pagos y de la balanza cambiaria, se observa un incremento en el déficit en cuenta corriente durante el último trimestre de 2008, pero seguimos teniendo una cobertura superior al 100% gracias a la inversión extranjera directa. Aunque la inversión extranjera directa se modera en el tercer trimestre, sigue siendo una de las más altas en términos históricos. Un punto importante es que Colombia tiene una salida mínima de capitales de portafolio, que ha sido inducida por la política de control de capitales adoptada. Aunque esta medida ha sido muy discutida, ya

Aunque esta medida ha sido muy discutida, ya que su eficiencia sigue siendo motivo de debate, para el Gobierno es claro que la medida no solo sirvió para moderar posibles efectos indeseados en el déficit en cuenta corriente, sino que adicionalmente logró que el sector privado tuviera una menor exposición a deuda en moneda extranjera.

En el caso de las remesas, la caída no ha sido tan abrupta. Sin embargo, hay que reconocer que en los meses de octubre y noviembre se observó una tendencia decreciente, similar a la observada en otros períodos en la región. Es muy probable que estos resultados estén mostrando menores ingresos de esta variable en el futuro, pero para saber claramente la magnitud de este choque es necesario esperar a que se produzca más información en los meses subsiguientes.

En términos de crecimiento del producto interno bruto es importante resaltar que la dinámica del crecimiento colombiano tiene un comportamiento que es independiente del “estrés” mostrado desde octubre de 2008. Colombia tuvo entre el 2002 y 2007 el crecimiento del PIB per cápita más alto desde que se registran las cuentas nacionales. En el 2007 la economía presentaba innumerables síntomas de recalentamiento y el ciclo decreciente que ha tenido el PIB en 2008 es la respuesta a ese recalentamiento y a las medidas de política monetaria y fiscal que fueron adoptadas como respuesta a esos choques.

La industria y el comercio siguen mostrando una fuerte desaceleración, con un mes de noviembre de 2008 particularmente malo, los datos disponibles muestran que los principales canales de transmisión de la crisis internacional, como las exportaciones industriales, en octubre recobraron una dinámica positiva después de haber tenido meses realmente malos en julio y agosto. Entonces es muy difícil asignar este mal comportamiento de los últimos meses completamente a la crisis internacional, es claro que el componente básico que explica los resultados recientes se encuentran en la dinámica interna de la economía. Para cerrar este punto es importante ver que no ha

habido una desaceleración importante de las exportaciones en términos reales, sino ha sido más una desaceleración de la demanda interna.

¿Qué estamos esperando para el año 2009?

Para el año 2009, el Ministerio ha tratado de consensuar proyecciones y supuestos con el Banco de la República para tener una proyección conjunta. Los principales supuestos son los menores precios promedio de los “commodities” y un menor crecimiento de los socios comerciales que hace que la balanza comercial de bienes pase de un ligero superávit en el 2008 a un fuerte déficit en el año 2009.

Para 2009 se observan tres fuentes de deterioro de la balanza de pagos. Primero, relacionado con el deterioro de los precios de los “commodities” y la caída en el crecimiento de los socios comerciales, se espera tener un déficit en la balanza de bienes y servicios del orden de US 3,500 millones. Segundo, la disminución de las transferencias como producto de la desaceleración de los países industrializados, especialmente de España y Estados. Finalmente sin lugar a dudas el capital en el mundo se está volviendo un poco más costoso y la inversión extranjera directa también caerá del orden de US\$ 2,000 millones.

¿Cómo hace la balanza de pagos para contrarrestar estos negativos? Hay tres aspectos a destacar. Primero, una reflexión muy importante, cuando se habla de precios de “commodities” en Colombia, hay que tener en cuenta que el país tiene una especie de ajustador automático que es el siguiente: como buena parte de los recursos minerales y petroleros, a diferencia de por ejemplo el café, no son propiedad de colombianos, pertenecen a firmas extranjeras, y por tanto cada vez que se exporta hay una transacción relacionada de retención de utilidades. Posteriormente, si es el caso, los extranjeros monetizan estas exportaciones con la compra de insumos nacionales y el pago de impuestos, pero estos dos pagos no representan la totalidad de las exportaciones, entonces en la medida en que caen los precios internacionales de

proporción muy grande también cae la remisión de utilidades. Entonces este efecto es un “ajustador” automático que tiene la balanza de pagos y la cuenta corriente.

Un segundo factor “ajustador” es la variación de reservas. Dada la acumulación reciente de reservas, el cambio neto de flujos entre 2009 y 2008 va a representar una menor presión sobre la balanza de pagos. Por último el endeudamiento del sector público. Este va a pasar de US\$ 1,800 millones a US\$ 3,800 millones. Por lo tanto el endeudamiento del sector público en este contexto va a jugar un papel estabilizador en los flujos de la balanza de pagos.

¿Qué da esta perspectiva? Se prevén choques producto de la crisis internacional a través de los cuatro mecanismos clásicos: deterioro de precios de “commodities”, deterioro de exportaciones no tradicionales, deterioro de las transferencias y disminución de flujos de capital. La política actual tiene cuatro ejes, primero la política fiscal, segundo acceso a crédito y financiación externa, tercero garantizar el financiamiento interno de la actividad productiva y por último proteger el empleo y la competitividad.

A continuación se presenta una descripción de la política fiscal de 2009. Comparando la estimación realizada en diciembre de ingresos y gastos del gobierno nacional con el presupuesto presentado al Congreso de la República en julio, se ve un déficit inicial de \$5,5 billones. ¿Qué va hacer el gobierno para afrontar ese déficit? la respuesta es dejar operar los estabilizadores automáticos y mover la posición estructural de superávit primario. Lo anterior implica un aumento del déficit del gobierno nacional central de \$ 3 billones y un aplazamiento del gasto del gobierno nacional central por \$2,5 billones.

Una vez se tienen en cuenta estas decisiones y estos efectos, las proyecciones macro se modifican. Con la disminución del supuesto de crecimiento y el aplazamiento del gasto, la demanda pública crecerá alrededor del 5,5%, en un país que tiene un

crecimiento potencial de cerca del 5% y crecimiento esperado del 3% en 2009, un incremento de 5,5% es una política razonablemente anti cíclica dadas las restricciones institucionales del país.

¿Cuáles son las fuentes de financiación? Es bastante importante poder financiar los \$3 billones adicionales del déficit. Lo primero es que aumenta el endeudamiento externo neto con multilaterales que ya tenemos contratado. Este aumento ha sido del orden de US\$1000 millones. También hay un aumento en las utilidades del Banco de la República de cerca de \$700 mil millones. Finalmente hay una revalorización de los desembolsos externos netos de amortizaciones por algo así como \$700 mil millones.

Finalmente, es muy importante la credibilidad de la política fiscal. La posición del gobierno es clara, no se van a tener objetivos de mediano plazo más moderados por cuenta de esta política anti cíclica. Se está subiendo la deuda con proporción del PIB solo 1,3 puntos del PIB. En el corto plazo, con estos cambios, se está haciendo una política anti cíclica razonable.

¿Qué otros elementos fuera del déficit tiene la política? Además del incremento del déficit, hay lineamientos para los ingresos tributarios y para la composición del gasto público. En cuanto a los ingresos tributarios, la reforma de 2006 tiene implícito una disminución del impuesto de renta, una disminución del impuesto de timbre y una disminución de la presión de caja sobre las empresas por cuenta del impuesto al patrimonio. Estos tres factores, que son menores ingresos para el Estado, son un mayor ingreso disponible para el sector privado por \$2.2 billones. Se ha dicho que era un efecto que no se deriva de la actual coyuntura internacional. Por otro lado, se ha reasignado el gasto público hacia políticas que sostienen la demanda interna, intensivos en bienes no transables y hacia gasto que incentiva la malla social, protegiendo a la población más vulnerables ante esta fase del ciclo, con una característica adicional y es que esta población tiene una propensión a consumir bastante alta.sector privado.

Finalmente están las transferencias al sector privado. Los principales programas como Familias en Acción, tendrán un crecimiento real del 6% en las transferencias del sector público al sector privado. De nuevo, creemos que dentro de las limitaciones institucionales del país, un crecimiento del 6% de las transferencias a la población más vulnerable del sector privado va a tener un efecto importante sobre el consumo ya que esta población tiene una propensión marginal al consumir alta.

Otro elemento importante es asegurar el financiamiento. Incrementar el acceso a la financiación ha sido una política seguida por el gobierno desde el tercer y cuarto trimestre de 2008, cuando el gobierno tenía asegurado US\$ 2,400 millones de la banca multilateral y se logró colocar un bono por US\$ 1,000 millones adicionales durante la primera semana de este año. Adicionalmente, se tienen ingresos adicionales externos provenientes de cuentas que tiene el gobierno en el exterior como el FAEP, igualmente están los desembolsos garantizados para el sector público descentralizado, lo cual permite tener una posición de superávit público en la cuenta de capital tan grande como la que hemos visto anteriormente. No todas las

líneas son para el gobierno, hay líneas que se han diseñado para el sector privado, entre ellas una con créditos contratados por US\$650 millones y otra línea para darle liquidez al sector privado por US\$300 millones.

Es muy importante garantizar la financiación externa, tanto para el gobierno como para el sector privado. Adicionalmente, es importante garantizar el acceso al crédito para el sector privado, especialmente las pequeñas, medianas y micro empresas, en momentos en que el sector financiero suele incrementar su aversión al riesgo ante la presencia del ciclo económico descendente. Las decisiones en esta dirección son diversas: primero, los créditos mencionados van a estar focalizados hacia empresas medianas y pequeñas, a las líneas para el financiamiento del comercio exterior. Además, el gobierno ha tomado la decisión de capitalizar el fondo nacional de garantías con recursos de Bancoldex y de Findeter. Finalmente, hay avances en bancarización de la población pobre a través de los decretos orientados a crear las cuentas de ahorro de bajo monto. Esta política permitirá que la población vulnerable ante la crisis tenga un mejor acceso al sistema financiero.

Lidiando con la crisis financiera mundial: perspectivas económicas para Latinoamérica

*Robert Rennhack*¹

Quiero agradecer a Roberto Steiner por la invitación a participar en este seminario. Cuando yo venía a Colombia como jefe de misión siempre me interesaba hablar con Fedesarrollo porque juega un papel muy importante en los debates sobre política económica en Colombia y América Latina. Al leer el periódico en la mañana sobre el “lunes negro”, se evidencia que vivimos en tiempos complicados y que el desempleo en los países avanzados y emergentes está aumentando

Primero analizaremos como se ha comportado la región recientemente. Hasta el 2008 la región experimentó uno de los episodios de mayor crecimiento en las últimas dos o tres décadas. Sin embargo, es importante analizar este crecimiento extraordinario para tres tipos de países en la región: primero los exportadores de materias primas con metas de inflación, después, los exportadores de materias primas que no tienen metas de inflación (Venezuela, Argentina, Bolivia y Ecuador) y el tercer grupo son importadores de materias primas. Entonces, un factor detrás del crecimiento en los últimos años fue el alza en los precios de las materias primas que benefició a muchos países de la región,

excepto los importadores de estos bienes que se vieron perjudicados, principalmente, por el alza en los precios del petróleo y los alimentos. Adicionalmente, los países tenían una posición favorable porque tenían buenas políticas y también por un poco de buena suerte.

Por otro lado, los indicadores de pobreza y desigualdad han mejorado. En efecto, a principios de los noventa la población pobre era superior al 50% de la población total para toda la región, este indicador ha bajado a menos del 40%. El crecimiento explica gran parte de estos indicadores, pero también la disminución en las tasas de inflación de este grupo de países.

En 2008 la inflación mostró una tendencia a la baja, explicada porque los países exportadores de materias primas, principalmente Venezuela, Argentina y Bolivia tuvieron que enfrentar las presiones inflacionarias creadas por la expansión de la demanda. Es importante resaltar que los países que tiene meta de inflación mostraron un alza en su tasa de inflación más controlada.

Por otra parte se observa una reducción en los superávits en la cuenta corriente de los exportadores de petróleo y otras materias primas. Venezuela, que mostró uno de los mayores niveles de superávit,

¹ Economista Fondo Monetario Internacional

muestra una tendencia a la baja ahora que el precio del petróleo se está cayendo. En el grupo intermedio, los que exportan materias primas con meta de inflación como Brasil, México y Colombia, los niveles de superávit en la cuenta corriente no fueron tan altos. Ahora están en déficit casi todos como producto de la desaceleración global.

En noviembre el FMI estimaba un crecimiento de la economía global del 2% para 2009. En estos momentos se están revisando estas estimaciones que seguramente caerán a niveles entre 0 y 1 por ciento. Es importante resaltar que parte de estas nuevas estimaciones están explicadas por la caída del consumo privado en el tercer trimestre, con un crecimiento negativo en este indicador en Estados Unidos, resultado que no se observaba desde hace dos décadas. El consumidor de Estados Unidos está afectado por un alto nivel de deuda, una reducción en su nivel de riqueza producto de la caída en el precio de los inmuebles y las acciones, así que obviamente el consumo, que es dos tercios o más de la economía estadounidense, ahora tiene tasas de crecimiento negativo.

En el cuarto trimestre se espera una caída del casi 6% de la tasa anual en los Estados Unidos. La cifra final todavía no han sido publicadas, pero la noticia no es buena. Mirando hacia el 2009 se espera una recuperación paulatina de la economía porque simplemente la inversión en la construcción de casas todavía no reaccionará dado alto inventario.. Los precios todavía están bajando y el consumidor tiene el peso de su deuda que lo impide. Por otro lado la reserva federal y otros bancos centrales afrontan un reto muy importante de expansión monetaria. Ellos han promocionando liquidez en las economías a través de políticas monetarias expansivas en un contexto donde la demanda de liquidez es casi infinita. Así, la curva de rendimiento de los tesoros en el corto plazo se vuelven bajas incluso casi iguales a cero, sin precedente en los Estados Unidos. No obstante se se puede ver que los vencimientos más largos manejan unas tasas altas mostrando una recuperación de la economía.

¿Por qué la política monetaria en países de avanzados tiene límites?

La mayoría de los bancos quieren retener liquidez y no gastar, lo que impide que la política tenga los efectos deseados. En estos casos los países de avanzados tienen que recurrir a la política fiscal para intentar minimizar los efectos negativos sobre de la crisis. La deuda pública de los países de avanzados va en aumento y va continuar su tendencia en 2009 como resultado de que un cambio en su posición fiscal hace un déficit mayor. En Estados Unidos el paquete propuesto por el gobierno fue de US\$ 825.000 millones. Esto anterior está entre el 5 y 6 por ciento del PIB, cifra no vista en el último siglo.

¿Qué implica esto para la región?

El deterioro en la situación externa implica un debilitamiento en la moneda externa y las remesas. Hay un deterioro en los términos de intercambio para la región y hay un endurecimiento de las condiciones financieras que enfrenta. Con respecto a las remesas en América Central es la parte de la región que realmente depende más de estas. En 2006 las remesas eran casi 10% del PIB y bajaron a 7% del PIB en 2008. Esto es un efecto muy fuerte y obviamente está vinculado con el ciclo de los Estados Unidos. Por ejemplo se puede ver una relación directa entre la caída en el sector de la construcción en California y las remesas a México.

Hay algunas señales de una recuperación: en enero la emisión de bonos por parte de Colombia, México y Brasil tuvo términos favorables. Lo interesante es que esas emisiones se compraron por inversionistas internacionales. En Estados Unidos están comprando títulos de México y Colombia porque perciben que son buenas inversiones, aunque a veces a altas tasas de rendimiento. En cuanto al mercado accionario, los precios de acciones bajaron mucho entre julio de 2008 y noviembre y ya para diciembre se recuperaron en América Latina y en Asia emergente. No obstante, están muy por debajo de los valores antes de la crisis.

Todo eso sugiere que el crecimiento de la región bajara en 2009. Lo que se espera es que el crecimiento de la región bajará casi 2% en 2009 en comparación con tasas del 5 o 6% entre 2003 y 2007. El Caribe experimentará una fuerte caída en su crecimiento pues gran parte de su producción es el turismo proveniente de las economías avanzadas. Se espera que la inflación siga descendiendo, según la información sobre expectativas de inflación en los cinco países grandes de la región México, Colombia, Chile, Perú y Brasil.

¿Cuáles son los desafíos para la región?

Hasta mediados de 2008 la región se protegió por su posición económica muy sólida. Sin embargo con la intensificación de la crisis se necesita adoptar políticas económicas serias. La región tiene una posición externa fuerte, eso muestra la cobertura de los requerimientos totales de financiamiento externo. Las reservas totales están igual o por encima de los requerimientos del financiamiento externo que es el corto plazo más el déficit en cuenta corriente, así que los países grandes de la región están bien cubiertos. Asia está por encima de los países latinoamericanos pero Europa Emergente esta mucho más expuesto a riesgos externos. La crisis está contagiando a Europa emergente: Hungría, Lituania, Rumania, Bulgaria, países muy expuestos.

En cuanto a la tasa de cambio, lo que pasó en la región es similar a lo ocurrido en Colombia; muchos países grandes dejaron flotar sus tipo de cambio y entre agosto, septiembre y enero ha habido una depreciación en sus tasas de cambio. En Brasil estaba en 1.50 en junio- julio y ahora está en 2.3. Esto es una devaluación importante; El peso chileno también ha mostrado una devaluación pese a que en el último mes se ha visto una recuperación de la moneda. En Colombia ha sucedido algo similar, la depreciación es bastante fuerte seguido por una recuperación, pero como menciona Juan Pablo Zárate en Perú no tanto. Este país maneja una política diferente ya que prefieren perder reservas internacionales a depreciar su tipo de cambio. Así que la flexibilidad de tipo de cambio realmente ha sido un proceso importante, primero porque

los bancos centrales no tenían que gastar reservas para defender un tipo de cambio y tampoco subir su tasa de interés. Así que la flexibilidad en la tasa de cambio ha sido un cambio importante en América Latina. En cuanto a política monetaria, se ha visto un cambio en su tendencia. Los países que tiene marco de inflación objetivo (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) el mediados de 2008 estaban muy preocupados por el alza de inflación y ahora están bajando las tasas; Brasil 100 puntos el 21 de enero, Chile bajo 100 puntos básicos en su última decisión del banco central, Colombia mostró una disminución en su encaje marginal, México de la misma manera y Perú no ha cambiado desde septiembre, así que no han aumentado las tasas.

En la región hay una preocupación sobre la parte fiscal pues aunque hay unos países que pueden adoptar una política fiscal expansiva, otros no tienen el espacio. Al mirar la región durante los good-times el gasto primario aumentó en países exportadores de materias primas. La política fiscal durante los buenos tiempos fue pro-cíclica poniendo en dificultad a varios países de la región. Las políticas fiscales debería haber sido mucho más contractivas en los buenos tiempos con más superávit fiscales pues la situación actual requiere de políticas contracíclicas que no van a poder implementarse.

En resumen, es de crucial importancia mantener la confianza y la estabilidad financiera mientras las políticas públicas intentan minimizar los efectos negativos sobre el crecimiento. En cuanto a política cambiaria, su flexibilidad es crucial pues tiene muchas ventajas para la región. Tanto la política monetaria como la fiscal debe usarse de una manera apropiada y con cautela para que sus efectos sean los deseados en el mediano y largo plazo. Vale la pena mantener liquidez en los estados financieros como se hizo en Brasil y México y obviamente seguir fortaleciendo las debilidades de los sistemas financieros. En la parte fiscal hay que tomar cautela, es posible que algunos países puedan tener política expansiva bien controlada utilizando el endeudamiento externo pero es importante mantener la senda sostenible de la política fiscal.

Colombia y la crisis financiera

*Rafael de la Fuente*¹

Es claro que el mundo está ante una crisis de carácter histórico y que los países industrializados han sido lentos en implementar los instrumentos que permitan su pronta solución y en aplicar las lecciones aprendidas en los países emergentes que han experimentado crisis similares en el pasado. En general se han aplicado los pilares usuales. Mayor liquidez al sistema financiero, a través de una reducción en las tasas de interés de todos los bancos centrales o, como en el caso de Estados Unidos, comprando directamente activos en el mercado. Otra forma de enfrentar la crisis ha sido garantizar un porcentaje creciente de los depósitos para evitar corridas bancarias. Por último, también se están comprando activos en mal estado para de esta manera garantizar los préstamos en el mercado interbancario.

Estas medidas han tenido un impacto directo en algunos indicadores después de la crisis de Lehman Brothers. Por ejemplo, aunque la tasa de interés Libor todavía se encuentran en niveles elevados, ha caído significativamente desde octubre, ubicando el TED *spread*² en los niveles anteriores a la crisis y por tanto disminuyendo las dificultades de financiamiento

en el mercado interbancario. Estos indicadores muestran que el riesgo de una crisis sistémica y de una “corrida” en el sistema financiero global ha disminuido fuertemente, gracias a los contribuyentes de Estados Unidos y de Europa, y ha convertido a los gobiernos de los países industrializados en los prestamistas de última instancia.

Por otra parte, dado que el origen de la crisis fue el mercado inmobiliario estadounidense, las medidas descritas anteriormente van a tener un impacto real sólo hasta que haya estabilidad en este mercado. Sin embargo, dado el stock históricamente alto de inmuebles sin vender, los precios probablemente van a seguir cayendo, retardando la fase de expansión crediticia de los bancos. Esto lleva a pensar que esta es una crisis de larga duración. Un estudio reciente de Kenneth Rogoff analiza la duración de una crisis financiera y muestra que el producto per cápita y el empleo van a tardar al menos dos años en recuperarse.

Adicionalmente, los indicadores de crecimiento del producto también muestran que esta es una recesión de gran magnitud. Por ejemplo, algunos indicadores

¹ Economista Jefe para América Latina BNP- Paribas

² El TED spread mide la diferencia entre la tasa de interés Libor y la tasa pagada por los bonos del tesoro de EEUU a tres meses.

Líderes como las encuestas de opinión del sector manufacturero, muestran caídas consistentes con una contracción en la producción manufacturera global del 8%. Analizando solamente los países industrializados, la contracción estaría cerca del 15%. Estos indicadores ratifican que la crisis puede tener una larga duración y que se está transmitiendo a los países emergentes. En efecto, el comercio mundial está cayendo de una manera generalizada.

Ante esta situación, como decía Robert Renjack, los países industrializados han implementado una política fiscal expansiva, tipo Keynesiana. El caso de Estados Unidos el déficit fiscal estimado para el año será entre el 6% y 7% o tal vez mayor. Lo mismo se puede decir de la política monetaria donde para el caso del FED ha incrementado fuertemente el tamaño de su balance incrementando la base monetaria. Es decir, hay una fuerte expansión para crear estímulos tanto monetarios como fiscales para enfrentar una desaceleración que no se había visto en los últimos treinta años.

Pasando a América Latina, Colombia se está comportando de una manera parecida a Brasil o México, con un incremento en los spreads, que si bien son elevados todavía no se acercan a los niveles de la crisis de los noventa. El mercado bursátil colombiano están cayendo, pero no tan fuerte como los de algunos países de la región. El tipo de cambio se ha mantenido bastante fuerte en relación a otros países, aunque se ha depreciado en términos nominales. su caída ha sido menor comparada con las caídas en otros países de la región. El tamaño del mercado local, tanto bursátil como de deuda pública, es menor al de otros países latinoamericanos y el control de capitales implementado en Colombia desincentivó la inversión extranjera de corto plazo y por lo tanto no se ha observado, como en otros países, la salida abrupta de este tipo de inversión. Aunque es posible que las presiones provenientes de la cuenta corriente incrementen las necesidades de financiamiento externo en el mediano plazo, en el 2009 esta presión no será grande. Colombia, en comparación con los países de Europa del Este, esta menos expuesta a los bancos de los países industrializados que enfrentan problemas.

Pero más allá de la fortaleza financiera, sorprende que las proyecciones de crecimiento económico permanezcan altas. Por ejemplo, mientras el gobierno estima que el PIB va a crecer 3% y los analistas privados todavía hablan de un crecimiento entre el 2% y 3%, todas estimaciones elevadas en relación con las de otros países donde los gobiernos y desde luego el sector privado ya viene reduciendo fuertemente sus expectativas de crecimiento. En el caso de Chile, un país con mucho más impulso fiscal que Colombia, el gobierno ya admite un que el crecimiento no será superior al 2% o 3% y el sector privado estima que será menor. En Brasil está ocurriendo lo mismo, hay una fuerte corrección a la baja de las expectativas por parte del mercado.

Algunos indicadores de demanda muestran que Colombia no está muy alejada de los países mencionados anteriormente. En el caso del consumo, la confianza de los consumidores cayó de forma muy parecida a la caída en la confianza experimentada en otros países de la región. También se evidencian caídas en ventas minoristas también muy parecida al resto de países. En cuanto al crédito de consumo, se ha mantenido un poco más fuerte pero también tiene una clara fase descendente en estos últimos tiempos. En cuanto a otro componente de la demanda agregada, la inversión, si se toman por ejemplo las importaciones de bienes de capital están cayendo fuertemente en otros países, pero también en el caso de Colombia empiezan a desacelerarse. No hay una clara diferencia entre Colombia y otros países de región.

Hablando de exportaciones y de demanda externa, en cuanto a exportaciones ya sea por precios de materias primas cayendo o por la demanda de sus socios comerciales contrayéndose. Colombia se parece a lo que estamos viendo en otros países, en cuanto a exportaciones colombianas a Estados Unidos o a Venezuela, sus dos mayores socios comerciales, en los últimos tres meses una clara desaceleración en el margen.

En cuanto a componente sectorial se ve que la producción industrial en Colombia ha tenido una caída muy fuerte porque venía de un crecimiento

muy elevado, pero aún así es la caída más fuerte que vemos en América Latina. En cuanto a la construcción si se ve una diferenciación utilizando las cifras de las cuentas nacionales para estos efectos y si se ve como en Colombia ha habido un cierto repunte en la construcción y parte de ello se refiere a las obras públicas. La gran esperanza del gobierno para salvaguardar el crecimiento este año está en proyectos de infraestructura que presentaron en días anteriores. Si bien no hubo ningún gran anuncio, muchas de estas medidas ya estaban básicamente en el presupuesto o anunciadas anteriormente. En este comunicado se está hablando de números mayores de casi 10% del PIB en gasto en infraestructura o más.. Hay que tomar estas cifras con una cierta cautela porque gran parte del gasto es en petróleo, un sector que por un lado claramente está pasando por una fuerte caída en precios. ¿Qué se puede hacer en materia económica? Es de esperar que el Banco de la República tenga espacio para recortar tasas de interés. La brecha del producto empieza abrirse como se esperaría en momentos de desaceleración y debe ayudar a la inflación mundial, pero también a nivel local brecha se va abrir de manera que va a ser beneficiosa para la inflación.

En cuanto a la política fiscal se refiere, el déficit fiscal en Colombia ha sido persistente en el tiempo. En un estudio reciente del BID que miraba cual serian las cuentas fiscales utilizando una métrica estilo Chile de la regla fiscal, Colombia no resulta mal ubicado. De hecho, es de los países que mejora con respecto a los números del sector público consolidado. De manera que ante una desaceleración mayor, el sector público podría verse llamado a un mayor impulso fiscal. Eso es consistente con una coyuntura internacional complicada pues los parámetros y los

argumentos que deberían regir las decisiones del gobierno en cuanto al incremento del gasto público o déficit fiscal ante la desaceleración deben estar regidos por varias consideraciones.

La primera consideración es que el déficit sea financiable. Actualmente Colombia tuvo acceso a los mercados externos y tiene a los multilaterales con mayor capacidad de endeudarse. En el mercado doméstico, si la economía doméstica se enfría, los bancos pueden tener más espacio para prestar al gobierno que al sector privado. Lo anterior no es necesariamente bueno, pero ante una desaceleración fuerte puede que sea necesario. Además de la financiación, el déficit debe ser sostenible en el mediano y largo plazo. Es primordial favorecer programas que tengan algún lapso, como las pautas de política fiscal. Se debe intentar elegir programas que tengan una cierta cesación en el tiempo para que la política fiscal, si bien puede ser expansiva en el corto plazo, no se vuelva un problema en el futuro.

Otro tema que debe tener presente el estado es que si se aumenta el gasto público, no lo puede hacer una manera ineficiente. Es decir, que el multiplicador del gobierno debe ser mayor que el que pueda obtener el sector privado. En los últimos días se comenta el tema del fondo de la gasolina y la discusión si la gasolina debe bajar mantener. Dado el multiplicador que uno podría esperar y dada la proporcionalidad en el margen al consumo, mientras el gobierno no anuncie para que quiera esos fondos, no queda claro si era para infraestructura o si va a estar en dólares, en pesos, etc. Puede que no sea la manera más eficiente de hacer un impuesto fiscal y ya que afectaría el consumo de las personas directamente. Muchas gracias.

Situación económica 2009

Armando Montenegro¹

Muy buenos días a todos y muchas gracias a FEDESARROLLO por esta invitación. En mi una presentación, voy a pasar rápidamente por varios puntos, dado que varios temas ya han sido tratados.

Ya se ha dicho muchas veces que esta ha sido la mayor crisis desde la gran depresión. Se espera que la economía de Estados Unidos, por ejemplo, vaya a caer este año en cifras que van desde el 2% al 4% o más. Hace un año quién hubiera pensado que Colombia iba a tener un sector bancario privado y Estados Unidos uno estatal, pero esas cosas están sucediendo; los precios de las materias primas están cayendo; el milagro chino, que supuestamente podía crecer entre 9% y 10% por décadas, está amenazado, se habla de tasas de crecimiento mucho menores. La crisis está teniendo un impacto por todo el mundo y lo que se está viendo es que esto sucede en un período de optimismo de la economía colombiana. Pero sobre todo es muy importante anotar que a medida que pasa el tiempo y los meses y a pesar de las medidas que se están tomando, la situación internacional se ha empeorado y las proyecciones en lugar de mejorar son cada vez más pesimistas. En Colombia ya se ha sentido el impacto de la crisis,

pero es probable que todavía no se tenga plena conciencia de lo que está pasando y la magnitud del deterioro de algunos indicadores.

Dicho eso, a continuación se hará una recapitulación de algunas cifras de lo que está pasando en la economía de Estados Unidos y de Europa para hacer un comentario. Desde agosto pasado las principales bolsas en Estados Unidos han caído más del 40%. Lo mismo pasa al analizar varias bolsas del Asia y de Europa, se observan comportamientos semejantes y tomando el *market-cap* de las bolsas y el valor de la vivienda de Estados Unidos se puede encontrar que las pérdidas pueden ser del orden de 12 trillones en Estados Unidos, una cifra que representa el 80% del PIB y que está más o menos en línea de la que han estimado varios analistas. Si esto es así, cada hogar de Estados Unidos puede llegar a quedar 150 mil dólares más pobre y en un ambiente de riesgo y de aversión a prestar e incertidumbre, los activos más seguros son los bonos del tesoro.

La crisis se manifiesta de varias formas y tiene impactos variados. Por un lado, todas las pérdidas de riqueza producto de la crisis tienen un gran impacto en el consumo. Varios expertos estiman que el consumo como porcentaje del PIB de Estados Unidos debe ajustarse del 70% al 65%, que se va a reflejar de manera importante en la producción.

¹ Director Agora corp y ex director DPN

Por otro lado, los precios de las materias primas ya han caído más del 60%: los precios del aluminio, el cobre, el acero y el petróleo se han desplomado. Así mismo, la caída del orden del 10% o 12% de las importaciones de Estados Unidos va a tener un gran impacto sobre Colombia y otras economías. En general, la crisis crea grandes problemas porque ha provocado una destrucción enorme del canal crediticio. El *market-cap* de los principales bancos del mundo cayó desde mediados del año 2007, a enero había caído de US\$ 1.727 billones a sólo US\$500 millones. Para el caso del Citibank, por ejemplo, el valor del *market-cap* era de US\$256 hace menos de dos años, y actualmente está en US\$19 millones.

¿Esto a qué lleva? Pues la caída de los precios de las materias primas, la caída de las importaciones de Estados Unidos y de Europa, los problemas en la transmisión del crédito a la economía, muestra que las estimaciones de crecimiento de Estados Unidos están cambiando hacia abajo.

En Colombia todavía no se han revisado mucho las cifras, es decir, todavía da la impresión de que las proyecciones más corrientes en Colombia más bien están ancladas al retrato que había de la situación de la crisis internacional hace uno, dos o tres meses. Aunque ANIF acaba de hacer una revisión hacia abajo, la cifra del *Latin Focus*, que examina el consenso promedio de las proyecciones de los bancos, entidades que hacen proyecciones y el gobierno, se puede ver cómo está disminuyendo el consenso sobre el crecimiento de la economía Colombiana. En octubre se estimaba un crecimiento del PIB del 3.8%, después del 3.3%, del 2.9% y del 2.7%. Es decir, esto es algo muy dinámico y parece que el Fondo Monetario y todas las entidades que antes tenían unas estimaciones bastantes robustas, muy sólidas y poco cambiantes están revisando sus números.

La situación de Estados Unidos es consistente con una caída del orden del 2%, pero hay gente que piensa que puede ser peor e incluso que la recuperación en 2010 puede ser muy lenta. En Europa se observa que todos los días cada país

cambia sus estimaciones y anuncia noticias más preocupantes. Muchos bancos seguramente van hacer nacionalizados y todo el mundo sabe que están en cola el Citybank y el Bank of America y tal vez otros, y todavía nosotros mantenemos, por lo menos en el gobierno, una proyección del orden del 3%.

No obstante, se empieza a observar cambios en las proyecciones. Las presentaciones de los panelistas anteriores muestran que las exportaciones a los países desarrollados están cayendo, sobre todo las de bienes primarios. Esto hace que los precios de las materias primas caigan, afectando a Venezuela y a Colombia a través de una menor demanda de los venezolanos. Ecuador por otra parte está imponiendo restricciones financieras, barreras a las ventas colombianas e incluso al movimiento de personas. Por otra parte se observa una caída de las remesas del exterior y una gran restricción de crédito. Los bancos internacionales tienen una mayor percepción del riesgo y disminuirán los créditos al sector privado. Por ejemplo, varios proyectos de inversión están mostrando dificultades para lograr el cierre financiero, algunos se han pospuesto y otros ya no se van a realizar. Naturalmente, aunque las empresas nacionales han volcado su demanda de crédito a los bancos colombianos, la banca también ha incrementado su nivel de precaución, subiendo el margen de intermediación de acuerdo con el riesgo. En general, se ha disminuido el ritmo de colocación de cartera y se muestra un fenómeno muy claro, en el que la banca colombiana está demandando más TES. Esta tendencia es natural, como sucedió en Estados Unidos, los bancos empiezan a comprar papeles con menor riesgo, incrementando la compra de títulos del estado que produce un incremento en los precios y una caída en las tasas de interés de estos papeles. En resumen, ya hubo un ajuste en la tasa de cambio, los agentes empiezan a moverse hacia los TES, pero la bolsa y las otras inversiones del sector privado siguen deprimidas.

Cuando se miran las cifras macroeconómicas para Latinoamérica y Colombia se encuentra una tendencia con forma de U invertida. El crecimiento

de América Latina empieza muy bajo en 2001, sube hasta llegar a un máximo y después empieza a caer. Colombia tiene exactamente el mismo patrón, si este año crecemos dos puntos porcentuales menos, vamos a estar más o menos en la misma situación que teníamos al comenzar la década. La economía Colombiana tuvo un boom de acuerdo con la situación internacional y ahora que esa situación internacional favorable está terminando, está cayendo como el resto de los países.

Con respecto al desempleo, las cifras de noviembre del DANE muestran que el número de ocupados en el país cayó en 600 mil personas. 600 mil personas que pierden su empleo en un país como Colombia. Para observar la magnitud de esta cifra recordemos que la economía de Colombia es 100 veces menor a la de Estados Unidos, por tanto es muy preocupante esta caída en el empleo cuando se compara con la caída observada en Estados Unidos. En efecto, en los últimos 12 meses el desempleo creció en 2 millones y medio de personas, es decir, nuestra economía tiene una gran debilidad para crear empleo. En lugar de preocuparse por estos números, creados por las rigideces del mercado laboral, los funcionarios del gobierno han emprendido una ofensiva para defender los impuestos parafiscales. En todos los periódicos varios ministros y directores de institutos han sacado artículos defendiendo las rigideces que han asegurado que la generación de empleo sea tan reducida.

El gobierno ha presentado varias estrategias para enfrentar la crisis. Por un lado se va a incrementar el déficit fiscal, un poco más de medio punto del PIB, medida que está en contravía con otros anuncios, como la creación de una forma de impuesto a los hogares manteniendo alto el precio de la gasolina para financiar lo que se ha llamado un fondo de estabilización de precios de la gasolina. Es un tributo que va en contravía de lo que se aconseja hacer en las actuales circunstancias de desaceleración. Por otra parte, algo semejante está ocurriendo con los precios de los bienes agrícolas importados. Los precios internacionales de estos bienes han caído enormemente, mientras que en el país se mantiene

el precio o en algunos casos se incrementa a través de los instrumentos tributarios que existen en este sector.

El Banco de la República ya comenzó a bajar la tasa de interés, atendiendo la percepción generalizada de menor inflación. Por otro lado, la semana pasada hubo un anuncio, muy vistoso, de un plan de choque enorme del orden de \$55 billones, es decir 10 puntos del PIB, como medida del gobierno para poner a andar la economía. Lo que parece es que este plan es parecido a cuando se empieza a deshojar una cebolla. Cuando uno empieza a quitar una hoja y otra hoja y después otra, no queda nada. De esos 55 billones solo 23 billones son públicos, y los 32 restantes corresponden al sector privado. Dado que es un plan de choque del gobierno, usando estimaciones de lo que va hacer otro agente, el sector privado, el gobierno no puede responder por este gasto, entonces de \$55 billones quitamos una hoja y quedan \$23 billones. De estos \$23 billones, \$12 billones son de Ecopetrol, que dada su reciente colocación de acciones, es una empresa que se está manejado como una empresa privada, entonces no es realista pensar que van a hacer una inversión en contra del ciclo. Estas inversiones son proyectos decididos por Ecopetrol, algunas en el exterior, entonces difícilmente se podría pensar que hacen parte de un plan de choque. Entonces quedan \$10 billones, a los cuales se le deben restar las regalías, dado que es dinero de los departamentos y las regiones, entonces el presupuesto queda en \$5.8 billones y si a esta cifra le quitamos otras hojas, quedan realmente \$3 billones. Es decir, realmente son \$3 billones que dependen del Ministerio de Transporte y de su capacidad de ejecución, que no tiene un record ejemplar en esta materia.

Quisiera concluir con un par de comentarios; primero, la crisis está en plena ebullición, todo el mundo tiene que recalcular sus estimaciones. Por otra parte, la situación de los bancos es muy difícil y los colombianos deberían estar preparados a hacer revisiones hacia la baja. Las proyecciones actuales que estiman un crecimiento del PIB entre 0 y 2% parecen razonables.

Colombia ante la crisis financiera internacional

*Roberto Steiner*¹

La desaceleración es generalizada y nos está afectando a todos. Las proyecciones del Fondo Monetario han cambiado dos veces desde octubre y se anuncia una nueva revisión para esta semana, la cual probablemente ubicará el crecimiento mundial para 2009 entre 1 y 1,5%. Para Estados Unidos en noviembre se proyectaba una caída de 0,7%, cifra que esta semana seguramente será corregida a la baja, a -1,5%. Las proyecciones que hace Fedesarrollo sobre el desempeño de la economía colombiana se basan en parte en insumos que vienen de fuentes externas como el FMI. En la medida en que haya una revisión a la baja del crecimiento de nuestros principales socios comerciales y del precio de algunos de nuestros principales productos de exportación, la proyección de Fedesarrollo con seguridad va a ser revisada a la baja.

Si bien no hubo decoupling de los mercados emergentes y como grupo definitivamente están siendo afectados por la recesión en los países avanzados, no debe perderse de vista que la crisis está afectando más a unas regiones que a otras. Así por ejemplo, el spread sobre la deuda soberana en el último año ha aumentado más en América

Latina y en Europa Central que en Asia o en el Medio Oriente. Esto se explica en diferencias en los fundamentales. En particular, los déficit en cuenta corriente de Europa del Este son los más altos del mundo. Asimismo, la deuda externa como porcentaje del PIB es mucho más alta en Europa Central que en Asia y otras regiones. No es de sorprender que en Latinoamérica la crisis le esté pegando más fuerte a los países que han seguido las políticas menos ortodoxas. Si bien no tiene sentido negar que Colombia es un país vulnerable, es importante tener claridad de que la crisis va a afectar de manera mucho más profunda a otros países, particularmente a aquellos que llevan años manejando muy mal sus economías. En este último grupo ocupan lugar de privilegio Argentina y Venezuela, que en la época de los vientos de cola adoptaron un controversial manejo macroeconómico que tendrá consecuencias muy negativas ahora que se deteriora el entorno internacional.

A estas alturas es razonable y prudente pensar que la crisis no terminará en 2009. Y si bien el gobierno con seguridad es consciente de ello, por ahora ha presentado un plan de acción solamente para 2009. A Colombia la crisis externa la afectará a partir de cuatro frentes: exportaciones, inversión extranjera, financiamiento externo y remesas. Las exportaciones venían creciendo relativamente bien

¹ Director Ejecutivo Fedesarrollo

por el efecto precio, no así en volúmenes. Esto se explica en dos hechos de carácter estructural: uno, Colombia exporta a muy pocos países; dos, las exportaciones se componen de manera importante de combustibles y minerales. En particular, se exporta poco a Asia, que es la única región que mantiene una dinámica de crecimiento aceptable. Y se exportan bienes cuyos precios van a ser los más adversamente afectados por la crisis. Ninguna de estas dos limitaciones se resuelve con política macroeconómica ni con política cambiaria. Se trata de problemas estructurales de carácter microeconómico, los cuales deben ser atendidas en el mediano y largo plazo.

Los flujos de inversión extranjera vienen evolucionando positivamente, pero evidentemente la falta de crédito y la incertidumbre van a cambiar el panorama. De otra parte, existe poca vulnerabilidad al capital de portafolio; la muy cuestionable decisión de imponer controles a los flujos de capital, y que no previno la apreciación del tipo de cambio, naturalmente no deja expuesto al país a que dichos capitales se vayan. Las remesas podrían verse afectadas por la recesión en países como Estados Unidos, España y Venezuela, aunque es de anotar que las remesas son uno de los flujos más estables de los ingresos de la balanza de pagos. Una disminución de las remesas tiene no solo implicaciones cambiarias, sino también sobre el consumo de los hogares.

Además del deterioro de las condiciones externas, las perspectivas para el consumo y la inversión no son buenas. La confianza de los consumidores y la disposición para comprar bienes durables continúa en descenso. El índice de confianza al consumidor viene cayendo de manera continua y este índice correlaciona muy de cerca con el consumo final de los hogares. Las condiciones para la inversión son malas y continúan deteriorándose. Por primera vez en seis años, son más los empresarios que señalan que las condiciones sociopolíticas para la inversión son malas, que aquellos que piensan que son buenas. Seguramente parte de la dinámica de esa gráfica está reflejando la incertidumbre en torno al tema de la reelección.

En cuanto a las proyecciones, todos los riesgos apuntan a la baja, quizás con excepción de que ahora hay un Presidente menos confrontacional en los Estados Unidos y es razonable creer que *good politics is good economics*. Claramente se viene una profundización de la recesión en Estados Unidos y eso va a implicar para Colombia menores exportaciones y menos remesas. Va a haber mayor desaceleración en Asia, lo cual traerá consigo menores precios de commodities. Además, sin duda habrá mayor proteccionismo, no solo a nivel global sino particularmente de parte de nuestros vecinos.

¿CUÁLES SON LAS OPCIONES DE POLÍTICA?

Hay tres frentes en los que, en principio, se debería trabajar para hacer frente a la desaceleración económica originada en el shock externo: política financiera, política monetaria y política fiscal. En el frente financiero es importante empezar por señalar que el problema no parece ser la falta de crédito. En efecto, la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo sugiere que hay muchos problemas identificados por los empresarios y comerciantes, pero la falta de crédito no es uno de ellos. A igual conclusión se llega si se miran los desembolsos de crédito. Es más, hace unos meses el Presidente de la República y su anterior Superintendente Bancario flotaron la idea, que a mi se me antoja razonable, de que este quizás sea un buen momento para establecer una provisión contra cíclica. Al fin y al cabo, los bancos siguen siendo muy rentables, pero el futuro es incierto y no se descarta que la cartera de créditos se deteriore.

En el frente monetario es evidente que las expectativas de inflación están bajando, lo cual sugiere que hay espacio para bajar las tasas de interés. La encuesta financiera de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores muestra que el 93% de los agentes del mercado creen que la inflación va a seguir bajando. De la misma manera, la encuesta del Banco de la República señala que se espera que la inflación al finalizar 2009 se ubique en 5.3%, muy cerca de la meta establecida. De cualquier manera, no resulta evidente que el espacio para relajar la política monetaria sea tan amplio en

Colombia como lo es en otros países, donde tanto la inflación como las expectativas de inflación han disminuido de manera mucho más pronunciada.

Algo similar sucede en el frente fiscal. En Colombia no existe tanto espacio como en otros países para adelantar una política de carácter contra-cíclico. La deuda pública, si bien ha venido disminuyendo, todavía es elevada. En cambio, el espacio que tiene un país como Chile en virtud a su bajo nivel de endeudamiento le permite ser mucho más ambicioso en el frente fiscal. Algo similar sucede en el caso de la China. En este frente el gobierno nacional está siendo razonablemente prudente. En esencia, al encontrarse con un faltante grande en virtud al efecto de la desaceleración sobre el recaudo tributario, se tomó la decisión de que una parte importante de ese faltante se traduzca en un mayor déficit. Valga decir, se tomó la decisión, a nuestro juicio correcta, de no reducir el gasto para compensar la disminución en el recaudo. Lo que no deja de suscitar preocupación es que el nuevo plan financiero supone un crecimiento tremendamente optimista de 3% durante 2009, y la pregunta que uno se hace es ¿si el faltante resulta mayor al recientemente anunciado, qué se piensa hacer? Permitir que un faltante aun mayor se vaya a más déficit va a depender de las posibilidades de financiamiento, lo cual se tendrá que evaluar en su debido momento. Es posible que se consiga más financiamiento multilateral y/o que el mercado financiero local siga privilegiando la compra TES por encima del financiamiento al sector privado.

Al tiempo que parece razonable que el gobierno deje que operen los “estabilizadores automáticos” por el lado de los ingresos –a saber, la caída en la actividad económica disminuye los recaudos tributarios y el gobierno acepta tener un mayor déficit-- debemos registrar con preocupación la precariedad que en Colombia tienen los estabilizadores automáticos por el lado del gasto. Esto marca una gran diferencia entre nuestro país y otras naciones, particularmente las desarrolladas, que cuentan con seguro de desempleo o con programas de asistencia social que claramente dependen del ciclo económico, y no de la voluntad del gobernante de turno.

La descolgada reciente de los precios del petróleo llevó a que en diciembre de 2008 se alcanzara el desmonte de los subsidios a la gasolina. El gobierno decidió entonces congelar el precio de los combustibles durante los primeros tres meses del año y destinar el ahorro que tal medida genera al recién creado Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Esta decisión ha generado un intenso debate. Argumentos esgrimidos en contra de la medida incluyen el hecho de que fue adoptada en un momento de desaceleración económica, que hará más lento el proceso de reducción de la inflación, que mermará aún más la capacidad adquisitiva de los consumidores y que los recursos del FEPC serían utilizados para financiar un mayor déficit fiscal. Fedesarrollo tiene una propuesta concreta respecto a cómo se debe fijar el precio de la gasolina. La misma consiste en aplicar con periodicidad mensual la fórmula vigente para el cálculo del ingreso al productor, tomando como referencia un promedio móvil del precio internacional del petróleo y de la tasa de cambio. Esta propuesta implica un *trade-off*. Si se toma un período corto para calcular el promedio, las señales de precios se trasladan más rápidamente a los consumidores, a costa de mayor volatilidad del precio interno. Si se toma un período más largo para el cálculo, las señales de precios se trasladan lentamente, pero disminuye la volatilidad. Pareciera que una alternativa razonable para limitar las fluctuaciones en el precio interno sin desligarlo de la evolución de sus determinantes fundamentales, sería establecer con periodicidad mensual el precio interno de la gasolina mediante un promedio móvil de los últimos seis meses de la cotización de la gasolina en el Golfo de México y de la tasa de cambio. Bajo el supuesto de que tanto el precio internacional del petróleo como la tasa de cambio se mantienen en sus niveles actuales, la fórmula propuesta por Fedesarrollo conllevaría a que el precio interno de la gasolina debería reducirse a \$6.268 a partir del 1 de abril.

Por último, y por poco atractivas que sean las para el corto plazo, no debemos olvidar el largo plazo. Al respecto, es importante tener en cuenta dos elementos que provienen de la literatura sobre

la economía política de las reformas estructurales. Primero, las mismas suelen hacerse en períodos de “crisis”. Si bien es cierto que las multilaterales les insisten a los países que hagan reformas cuando la situación económica es buena, la verdad es que dichas reformas suelen hacerse solamente cuando a los países no les está yendo bien. Es en esas circunstancias que se logran fraguar los grandes consensos políticos y sociales que hacen posibles los grandes cambios estructurales. En segundo lugar, las reformas suelen llevarse a cabo al inicio de los gobiernos, durante la llamada “luna de miel”. En Colombia, reelección o no reelección, el año entrante vamos a tener una elección presidencial y el país está en mora de que los aspirantes a la presidencia hagan explícitas sus posiciones sobre los grandes temas nacionales. La lista es grande. Por más que el gobierno se rehúse a escuchar, la reforma

a las parafiscales es importantísima; así mismo, es inaplazable una reforma al esquema de financiación del sector de la salud; la fallida reforma tributaria estructural de 2006 debe ser discutida nuevamente; por no mencionar el ordenamiento territorial en cuanto hace a transferencias y competencias.

Hay que entender que la desaceleración de la economía colombiana es casi exclusivamente un fenómeno de origen externo y que la situación doméstica no va a mejorar de manera sostenida hasta tanto no mejore el entorno financiero internacional. Si bien no está en nuestras manos contrarrestar el ciclo externo, tampoco deberíamos utilizar la disculpa de la desaceleración económica para continuar aplazando la discusión de las grandes falencias estructurales que aun caracterizan a nuestro país.



ENERGIA

de Bogotá

GRUPO ENERGÍA DE BOGOTÁ

ENCUESTAS FEDESARROLLO

La mejor forma
de seguirle
el pulso a
la Economía



ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL :

Permite hacer seguimiento mensual a la dinámica y tendencias de los sectores industrial y comercial; y trimestralmente presenta datos sobre el sector de la construcción. A través de preguntas de tipo cualitativo mide las expectativas de los empresarios frente a la inversión, el crecimiento, las ventas y el empleo.

ENCUESTA DE OPINIÓN DEL CONSUMIDOR :

Compila mensualmente las percepciones y perspectivas de los hogares en las 4 principales ciudades del país, frente al consumo de bienes durables, situación económica del hogar y condición económica del país. La información se puede desagregar por ciudad y nivel socioeconómico.

ENCUESTA DE OPINIÓN FINANCIERA :

Recoge información mensual acerca de inversión y expectativas macroeconómicas de los principales agentes financieros que representan el 80% de los activos del sector. La información se puede desagregar por corporaciones financieras, aseguradoras, fondos de pensiones y cesantías; y fiduciarias.



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social

Suscripción a Encuestas Fedesarrollo

Tel. (571) 3259777 Ext. 340

e-mail:comercial@fedesarrollo.org.co

Calle 78 N° 9-91 / Bogotá D.C. - Colombia

www.fedesarrollo.org.co