



2 de mayo de 2011

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos García
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

Enseñanzas de la crisis para la política económica y la regulación financiera

Resumen. La magnitud y cobertura de la crisis financiera internacional requirieron la implementación de medidas extremas de política económica, que cuestionaron paradigmas firmemente establecidos en la teoría y en la práctica de las estrategias fiscales y monetarias, así como en la regulación y la supervisión financiera.

En política monetaria la crisis mostró la necesidad de esquemas más comprensivos que el de inflación objetivo, que cuenten con un mayor número de instrumentos para alcanzar metas adicionales. Por tanto, en el futuro los bancos centrales estarán seguramente más comprometidos con la salvaguardia de la estabilidad financiera, siguiendo los acontecimientos en los mercados de activos, la evolución del crédito y los agregados monetarios. Se reservarán probablemente también la posibilidad de usar mecanismos expeditos para comprar activos distintos de la deuda pública, si las circunstancias lo exigen.

La crisis desafió la idea según la cual la profundización y la innovación financieras conducen a asignaciones eficientes de los recursos y aseguran la estabilidad. Probó que, en presencia de distorsiones en los mercados, con incentivos perversos y al amparo de una regulación y supervisión inadecuada, los resultados son exactamente al contrario. Sin embargo, para maximizar los beneficios sociales del desarrollo de los mercados financieros, evitando sus peligros latentes, las propuestas de reforma deben tener en cuenta que la crisis no afectó, ni se extendió uniformemente a los sistemas financieros de todos los países con la misma intensidad. En consecuencia, en algunas economías puede requerirse un endurecimiento de la regulación y la supervisión, mientras que en otras quizá lo pertinente sea la combinación de un relajamiento de las normas, con un monitoreo más estrecho de los riesgos sistémicos.

La poscrisis demostró que el estímulo fiscal es una herramienta contracíclica poderosa. Por este motivo, conviene siempre tener suficiente espacio para cuando se requiera implementarlo.

En las economías emergentes, donde los paradigmas en boga cedieron antes y más fácilmente al pragmatismo obligado por las circunstancias, tanto la política económica como la regulación y la supervisión financiera fueron más preventivas. Por eso asimilaban con propiedad el choque externo, minimizando sus consecuencias reales, sin arriesgar su estabilidad financiera.

Ojalá no olvidemos estas lecciones ahora, cuando enfrentamos el cambio climático y somos un imán para la inversión extranjera y el crédito externo.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a avesga@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

Enseñanzas de la crisis para la política económica y la regulación financiera

Daniel Castellanos La magnitud y cobertura de la crisis financiera internacional requirieron la implementación de medidas extremas de política económica, que cuestionaron paradigmas firmemente establecidos en la teoría y en la práctica de las estrategias fiscales y monetarias, así como en la regulación y la supervisión financiera.

Miguel Medellín

Durante la “gran moderación” –el período de crecimiento que se extiende desde mediados de la década de 1980 hasta antes de la crisis de 2007-2009, a lo largo del cual se redujo la volatilidad del ciclo económico–, los académicos y las autoridades olvidaron que las economías de mercado pueden experimentar –en palabras de Robert Solow– prolongados excesos de oferta o de demanda. En la última crisis global la caída de la demanda, precipitada por la falta de confianza, requirió una respuesta de las autoridades de tales dimensiones, que las condujeron a desechar las prácticas ortodoxas y a utilizar instrumentos y estrategias no convencionales, que se creía obsoletos. A la postre, los fines justificaron los medios: los instrumentos y las estrategias probaron su eficacia, desafiando los paradigmas dominantes.

En política monetaria la crisis mostró la necesidad de esquemas más comprensivos que el de inflación objetivo, que cuenten con un mayor número de instrumentos para alcanzar metas adicionales. Con base en lo ocurrido durante la crisis, en el futuro los bancos centrales estarán seguramente más comprometidos con la salvaguardia de la estabilidad financiera, siguiendo los acontecimientos en los mercados de activos, la evolución del crédito y los agregados monetarios. Se reservarán probablemente también la posibilidad de usar mecanismos expeditos para comprar activos distintos de la deuda pública –como los papeles desvalorizados de las entidades financieras sistémicamente claves o los que se transan en mercados de crédito donde la desconfianza genere iliquidez–, si las circunstancias lo exigen.

La crisis también desafió la idea según la cual la profundización y la innovación financieras conducen a asignaciones eficientes de los recursos y aseguran la estabilidad. Probó que, en presencia de distorsiones en los mercados, con incentivos perversos y al amparo de una regulación y supervisión inadecuada, los resultados son exactamente los contrarios a los proclamados por la sabiduría convencional.

Semejantes eventos plantearon retos inmensos para la supervisión y la regulación financiera y para las políticas fiscal y monetaria, que son objeto de debate y alrededor de los cuales los consensos son apenas incipientes. En esta Semana Económica enumeramos algunas de las enseñanzas más importantes, con base en las reflexiones de un grupo de académicos y diseñadores de política, convocados recientemente por el Fondo Monetario Internacional.

Enseñanzas para la política monetaria

En términos generales, antes de la crisis el paradigma dominante en la política monetaria era la estrategia de inflación objetivo (IO). De acuerdo con ella, la meta de variación de los precios establecida por un banco central independiente se alcanzaba fijando la tasa de interés que fuera compatible con ella y suministrando, en esas condiciones, toda la liquidez demandada. El logro de la meta de inflación aseguraba la estabilidad macroeconómica y, en particular, la brecha del producto deseada. La utilización de este esquema en algunas economías emergentes incluyó, con cierta frecuencia, la adopción implícita de alguna modalidad de meta para la tasa de cambio, bajo el pretexto de controlar sus efectos eventuales sobre los precios. En estos casos, la meta cambiaria tendió a buscarse mediante el mecanismo de intervención esterilizada en el mercado de moneda extranjera. En la práctica, este esquema evolucionó hacia la estrategia de inflación objetivo flexible (IOF), que permitía desviaciones temporales de una de las metas con el propósito de acercarse a las otras.

A pesar de sus logros en reducción de la inflación, credibilidad en la autoridad monetaria y anclaje de las expectativas, especialmente en las economías emergentes que adoptaron el esquema (Issing 2011; Ortiz 2011),¹ la crisis desvirtuó globalmente ese paradigma. De manera dramática hizo evidente que en realidad la política monetaria debe tener otras metas adicionales y contar con un mayor número de instrumentos y de variables para monitorear. En primer lugar, alcanzar la meta inflacionaria no garantiza *per se* el objetivo de actividad económica correspondiente. Conviene, por tanto, tomar en consideración también la brecha del producto y la de la tasa de cambio. En segundo lugar, las estrategias monetarias después de la crisis deben por lo menos tener en cuenta, aparte de los equilibrios macroeconómicos deseados, la salvaguardia de la estabilidad financiera. Esta puede perturbarse por una excesiva toma de riesgo, mucho antes que sus efectos resulten evidentes en la alteración de las variables macroeconómicas. Y en tercer lugar, la evolución de los agregados monetarios, del crédito y del precio de los activos contiene una información que no debe despreciarse en las decisiones concernientes a la protección de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Para perseguir la estabilidad financiera, mediante la mitigación del riesgo sistémico² y el fortalecimiento del sistema financiero, las autoridades correspondientes pueden utilizar las herramientas macroprudenciales. Algunas de ellas son, por ejemplo, las reglas sobre requerimientos de capital y liquidez y provisiones contracíclicas, los

¹ Issing, Otmar. “Lessons for Monetary Policy - What should be Consensus?”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011. Ortiz, Guillermo. “How should the crisis affect our views on monetary policy?”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011.

² El riesgo sistémico es el peligro de interrupción de los servicios financieros, causado por un deterioro de la totalidad o partes del sistema, que puede tener graves consecuencias para la economía. Los servicios financieros considerados en este caso son el crédito, el manejo del riesgo y los servicios de pago (CGFS 2010).

límites de apalancamiento y las restricciones sobre los descalces de monedas o sobre el otorgamiento de crédito en moneda extranjera.

Sin embargo, no existe todavía un acuerdo definitivo en torno de qué clasifica como estabilidad financiera. Las alternativas varían desde la robustez del sistema financiero a los choques externos e internos de anormal magnitud, hasta vulnerabilidad a perturbaciones de dimensiones normales (CGFS 2010).³ Por tanto, resulta difícil precisar en términos de cuál o cuáles variables monitorear los riesgos y fijar las metas de estabilidad.

También está en discusión la manera adecuada de combinar las herramientas macroprudenciales con los instrumentos monetarios tradicionales –tasa de interés, encaje y operaciones de mercado abierto–, para la consecución simultánea del nuevo conjunto de metas (Blanchard 2011)⁴. Una contribución de los instrumentos tradicionales de la política monetaria a la estabilidad financiera en el nuevo esquema puede ser prevenir aumentos insostenibles de la moneda y desbordamientos del crédito, que alimenten incrementos excesivos en los precios de los activos (Issing 2011). Señales tempranas dadas mediante subidas de la tasa de interés pueden obstaculizar los comportamientos en manada de los agentes en los mercados financieros, que conducen a un excesivo apalancamiento e inflan los precios de los activos.

Se debate además si la autoridad monetaria debe fijarse metas de precios de los activos financieros. En este sentido, lo que la crisis iluminó fue que no conviene que el banco central mantenga por períodos muy prolongados posturas laxas en extremo, que favorezcan inflaciones insostenibles en esos mercados, aunque haya al mismo tiempo estabilidad en los de bienes. En cualquier caso, lo que debe evitarse a toda costa es que ocurran simultáneamente auges en los mercados de activos, desbordamientos del crédito y apalancamiento excesivo. Un apretón monetario temprano puede prevenir los dos últimos fenómenos y evitar que alimenten el primero.

Tampoco hay un consenso sobre si la autoridad encargada de lograr las metas de inflación y actividad económica y la que debe perseguir la estabilidad financiera pueden ser la misma –el banco central– o dos diferentes. Si se opta porque sea el banco central, se corre el riesgo de que su intervención no sea neutral, que genere distorsiones o lesione su independencia. Aunque no parece conveniente que la autoridad monetaria sea la única responsable de la estabilidad financiera, porque tendría que asumir las funciones de supervisión, que podrían entorpecer la implementación de la política monetaria; la crisis sugirió que su participación protagónica en la salvaguardia de la estabilidad financiera es necesaria. No solamente teniéndola en cuenta dentro de sus metas, sino además monitoreando los sistemas de pago. Sin embargo, parece

³ Committee on the Global Financial System, “Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences”, CGFS Papers 38, BIS, May 2010.

⁴ Blanchard, Olivier. “Monetary Policy in the Wake of the Crisis”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011.

funcionalmente más cómodo que las responsabilidades de regulación, supervisión y auscultación de la salud de los intermediarios recaigan en otras instituciones.

En la arquitectura institucional es conveniente también asignar a alguna de las autoridades, diferente del banco central, la función de intervenir, administrar y liquidar, si es el caso, a los intermediarios financieros que resulten afectados en el evento de enfrentar una crisis.

Otra enseñanza importante para la política monetaria es que los bancos centrales deben tener a su disposición mecanismos de uso expedito para desplegar rápidamente sus balances, de manera que en situaciones extremas puedan fácilmente implementar estrategias de relajamiento cuantitativo, a través de operaciones de mercado abierto. Mediante esos mecanismos quedan en capacidad de proveer discrecionalmente liquidez en determinados mercados o contribuir a sanear los balances de los intermediarios sistémicamente claves. También pueden influenciar las tasas de interés de largo plazo, mediante la compra de papeles de larga maduración, cuando su propia tasa de interés de corto plazo ha llegado a su límite inferior.

Algunas economías emergentes –entre ellas Colombia y México, por ejemplo– debido a sus dolorosas experiencias en la década de 1990, fueron pioneras en la introducción de consideraciones y herramientas macroprudenciales (Ortiz 2011) para preservar su estabilidad financiera, al lado de los regímenes de IOF. Probablemente por estas razones sus sistemas financieros salieron ilesos de la crisis. Gracias a la regulación y ala supervisión financiera domésticas, sus intermediarios estaban bien capitalizados y no habían acumulado activos tóxicos durante el último auge.

Sugerencias para la regulación financiera

Antes de la crisis se aseveraba, en general, que el desarrollo de los mercados financieros era benéfico por dos razones. La primera es que ese desarrollo incrementaba la eficiencia en la asignación de los recursos, mediante el surgimiento de un mayor número de productos y de sistemas de precios más eficaces. Y la segunda es que el desarrollo de los mercados afirmaba la estabilidad financiera, al dispersar eficientemente el riesgo hacia los balances de los que mejor podían manejarlo.

La crisis en las economías industrializadas más grandes mostró que no siempre la profundización e innovación financieras garantizan la estabilidad. En ese caso no lo hicieron, en primer lugar, por las imperfecciones propias de los mercados, por la falta de claridad en la información con base en la cual los agentes tomaron sus decisiones y por los incentivos perversos que motivaron algunas de ellas. Y en segundo lugar, porque una regulación y supervisión inadecuadas no enfrentaron a tiempo las consecuencias de las distorsiones inherentes a los mercados financieros y al

comportamiento errático de sus agentes (Turner 2011).⁵ Por estas causas, los mercados financieros en esas economías generaron equilibrios inestables. En esas condiciones, el desarrollo descontrolado de los mercados financieros terminó destruyendo riqueza en muchas de ellas y generando inestabilidad y cuantiosas pérdidas en la producción, el empleo y el bienestar de la población alrededor del mundo. Paradójicamente, ocurrió justo lo contrario de lo que se tenía por cierto.

Una enseñanza importante de la crisis es que la prevención y mitigación de sus efectos devastadores debe enfocarse, por tanto, en corregir las fallas de los mercados hasta donde sea posible y en alinear de la mejor manera los incentivos de sus agentes. Pero esto puede resultar insuficiente, debido al comportamiento errático y en manada de los agentes. Durante los auges, ellos ignoran sistemáticamente los peligros de asumir excesivos riesgos. La regulación y la supervisión deben, en consecuencia, tratar de evitarlo.

La regulación y supervisión deben ser orientadas a prevenir un excesivo apalancamiento, de manera que las consecuencias de la toma de riesgo las asuman los agentes que comprometen directamente su capital y no los que los financian, a través de complejos instrumentos de deuda. El apalancamiento desmesurado es procíclico e introduce irreversibilidades, que profundizan los espirales depresivos del crédito, de los precios de los activos y de la iliquidez, magnificando sus consecuencias. Por eso las reformas de las poscrisis recurrieron a incrementar el capital de los intermediarios financieros sistémicamente claves.

Otra fuente de inestabilidad financiera es el descalce de plazos entre los activos y los pasivos de los diferentes agentes, sobre todo de los no financieros –hogares y firmas–, que no están familiarizados con el manejo de su riesgo inherente. La extensión del período de transformación de la maduración entre unos y otros, a través de los mercados financieros en los países industrializados en las últimas décadas, permitió que los hogares adquirieran obligaciones de un plazo mucho mayor que el de los activos con base en los cuales las fondearon, al tiempo que las firmas adquirieron activos de un plazo de maduración mucho más largo que los pasivos que los financiaron. Este alargamiento favoreció la inversión de largo plazo, que se llevó a cabo a unas tasas de interés más bajas (Turner 2011). Pero también aumentó el riesgo de descalce de plazos para los hogares y las firmas, lo cual a la postre tuvo un efecto adverso sobre sus balances, cuando se desencadenó la crisis. Los hogares quedaron con unas obligaciones de largo plazo –las hipotecas– respaldadas por unos activos desvalorizados –las viviendas–. Las firmas, a su vez, no pudieron realizar sus activos –las plantas y los equipos– para cubrir las obligaciones de corto plazo que no lograron rotar –principalmente las del mercado monetario–.

⁵ Turner, Adair. “How should the crisis affect our views about financial intermediation?”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011.

En el futuro, por tanto, la supervisión y la regulación deben monitorear no solamente la magnitud del apalancamiento, sino también el período y los mecanismos de transformación de la madurez de los activos en pasivos. Además, aunque se alineen los incentivos y se corrijan las asimetrías en la información, debido al comportamiento errático de los agentes, probablemente los mercados por sí mismos no sean capaces de determinar la magnitud óptima del apalancamiento, ni la extensión de maduración adecuada. Por eso la regulación debe proveer los instrumentos para influenciarlas (Turner 2011).

Después de la crisis se ha formado, en consecuencia, un consenso global sobre la necesidad de una reforma financiera radical que enmiende los errores y falencias del pasado. Pero, para maximizar los beneficios sociales del desarrollo de los mercados financieros, evitando sus peligros latentes, las propuestas de reforma deben tener en cuenta que la crisis no afectó, ni se extendió uniformemente a los sistemas financieros de todos los países con la misma intensidad. Por eso, aunque es deseable que se acuerden ciertos estándares generales para facilitar la coordinación de las normas entre los diferentes mercados (de manera que se minimice el arbitraje regulatorio en un mundo financieramente globalizado), también es necesario que las regulaciones nacionales respeten y tengan en cuenta el desarrollo particular de cada uno de los mercados (Reddy 2011).⁶

En algún sentido, la crisis también sugirió que puede existir un grado de desarrollo óptimo de los mercados financieros –de naturaleza dinámica–, más allá del cual sus beneficios sociales marginales pueden resultar menores que sus costos para la estabilidad. En consecuencia, en algunas economías puede requerirse un endurecimiento de la regulación y la supervisión, mientras que en otras – particularmente en las emergentes (Reddy 2011)– quizá lo pertinente sea la combinación de un relajamiento de las normas, con un monitoreo más estrecho de los riesgos sistémicos.

Si efectivamente el desarrollo financiero mejora la eficacia en la asignación de los recursos, existe un intercambio entre estabilidad y eficiencia que cada sociedad debe valorar, para encontrar el balance deseado. Este, por supuesto, es un problema de elección colectiva, que se resuelve políticamente. La solución debe orientar posteriormente la regulación y la supervisión.

La crisis también hizo evidente que aunque los Estados Unidos (EU) son el deudor más grande del mundo, al mismo tiempo son el acreedor más importante del sistema bancario internacional. Los grandes bancos se apalancan en una gran proporción en USD. Éste es un canal de transmisión de algunos efectos secundarios de la política monetaria norteamericana al resto del mundo. El fondeo en USD de los grandes bancos internacionales es distribuido alrededor del mundo de acuerdo con sus decisiones de

⁶ Reddy, YV, “Financial crisis and financial intermediation – asking different questions”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011.

portafolio, procurando la asignación más rentable. De esta manera, parte de estos fondos financian las actividades de esos bancos en otros mercados, incluyendo los emergentes. Por esta vía la política monetaria de ese país deviene en cierta forma global (Shin 2011).⁷

Durante el auge y ahora en la poscrisis, la laxitud monetaria en EU transmitió, a través de este mecanismo, excesos de liquidez a algunas economías emergentes, que ayudan a amplificar sus propios ciclos. En la crisis, el desapalancamiento de los grandes bancos internacionales contribuyó a generar iliquidez en las economías emergentes, magnificando el impacto del choque externo.

Por tanto, otra lección de la crisis es que cuando el apalancamiento en moneda extranjera de los bancos que operan en una economía es un canal de importación de la política monetaria y, al mismo tiempo, un factor de amplificación de sus ciclos de crédito y liquidez, conviene tener a mano instrumentos prudenciales para reducir la vulnerabilidad de la economía receptora a los choques externos, las paradas súbitas de flujos en divisas extranjeras y el desapalancamiento internacional. La utilización de semejantes herramientas puede prevenir descalces cambiarios y salvaguardar la estabilidad macroeconómica y financiera. Idealmente estos mecanismos –impuestos, encajes y posición propia, por ejemplo– podrían adoptar la forma de estabilizadores automáticos, que se apliquen progresivamente cuando los pasivos externos alcancen determinados límites. Aunque su implementación puede tener efectos de corto plazo sobre la tasa de cambio, es indeseable que sean utilizados con semejantes propósitos (Shin 2011).

En suma, la crisis mostró que el ciclo de apalancamiento y desapalancamiento de los intermediarios financieros puede generar extrema inestabilidad alrededor del mundo, si ocurre sin la adecuada supervisión y regulación, con incentivos perversos y en presencia de fallas de mercado protuberantes.

Lecciones para la política fiscal

Una de las lecciones evidentes de la crisis para la política económica es que, cuando la caída en la demanda es muy pronunciada y la política monetaria convencional llega al límite, sin producir los efectos requeridos, no queda otro recurso que el estímulo fiscal para sostener el gasto. Por eso la experiencia reciente recordó a las autoridades que deben tener a su disposición instrumentos expeditos de política fiscal, que les permitan emprender la estabilización en el corto plazo en esas circunstancias (Romer 2011).⁸

⁷ Shin, Hyun Song. “Global Liquidity”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011.

⁸ Romer, David. “What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis?”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011.

Sin embargo, implementar este tipo de estrategia generó alguna inseguridad sobre su grado de efectividad, por varias razones. En primer lugar, porque su impacto esperado es incierto debido a que la estimación empírica de los multiplicadores ha arrojado unos valores que están en un rango demasiado amplio. Un factor que incide en este resultado es que la magnitud de este parámetro depende, en cada caso, de la coyuntura en la cual se realice el ejercicio, del resto de la política económica aplicada en ese momento (Solow, 2011)⁹ y sobre todo de la estrategia monetaria implementada (Romer, 2011). En segundo lugar, si se recurre a un estímulo fiscal más discrecional que automático, surge la dificultad de asegurar una focalización óptima, para conseguir que su efecto propulsor sobre la demanda sea rápido, que cubra a los más pobres y vulnerables, que sus frutos sobre el crecimiento sean máximos y que las distorsiones que introduce tengan secuelas mínimas sobre la asignación de los recursos y la distribución del ingreso. En tercer lugar, si se opta por dejar operar los estabilizadores automáticos, su naturaleza puede conducir a retirar el estímulo antes de tiempo. Y finalmente, surge el problema de diseñar posteriormente una consolidación oportuna, que asegure el mínimo deterioro de la solvencia pública, de manera que se preserve la credibilidad en la política fiscal, para que no se afecte el riesgo soberano.

A la postre, la poscrisis demostró que, aunque era difícil predecir con exactitud sus efectos esperados, el estímulo fiscal –implementado tanto discrecionalmente como a través de estabilizadores automáticos– es una herramienta contracíclica poderosa en el corto plazo, no solamente por sus consecuencias directas para sostener la demanda, sino también porque ayuda a recobrar la confianza, cuando resulta creíble. En consecuencia, es conveniente siempre tener suficiente espacio fiscal para cuando se requiera implementar el estímulo (Romer 2011). Una prueba de ello es que los países que tuvieron un mayor espacio implementaron estímulos fiscales de mayor proporción relativa, que permitieron a sus economías salir más rápida y dinámicamente de la recesión.

Consideraciones finales

La gran recesión de 2007-2009 desvirtuó muchas de las ideas en boga entre los economistas y los diseñadores de la política económica. Una de ellas –quizá la principal–, fue la de haber controlado las fluctuaciones en la producción y el empleo, minimizando la volatilidad en el crecimiento, al reducir la amplitud de los ciclos.

La crisis también dejó muchas lecciones. Una fundamental es que la agudeza de la supervisión y la calidad de la regulación son definitivas para encausar los resultados de las operaciones financieras y sus repercusiones sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, por las imperfecciones –asimetrías, distorsiones y desalineación de los incentivos– presentes en los mercados donde tienen lugar. Otra de las enseñanzas es

⁹ Solow, Robert. “IMF TALK”, IMF Conference on “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, March 2011.

que para acometer la estabilización en el corto plazo se requiere tener a mano estrategias e instrumentos expeditos adicionales, diferentes de los monetarios. En particular, se precisan herramientas fiscales y espacio para poder utilizarlas en la magnitud deseada, según las circunstancias. Para darle la amplitud necesaria, es indispensable que la postura fiscal sea siempre contracíclica. Además, no es conveniente desechar nunca ni bloquear definitivamente las armas no convencionales de política económica.

Otra novedad de esta crisis fue su epicentro, localizado en las economías avanzadas más grandes, que fueron también las más afectadas, en primer lugar, por aferrarse durante largo tiempo a los paradigmas dominantes de la política económica durante la “gran moderación”. En segundo lugar, por su inadecuada regulación y supervisión financiera, que confiaron demasiado en la disciplina de los mercados y no actuaron a tiempo sobre la desalineación de los incentivos.

En las economías emergentes, donde los paradigmas en boga cedieron antes y más fácilmente al pragmatismo obligado por las circunstancias y las experiencias anteriores, tanto la política económica como la regulación y la supervisión financiera fueron más preventivas. Por eso asimilaron con propiedad el choque externo, minimizando sus consecuencias reales, sin arriesgar su estabilidad financiera. La diferencia en la velocidad y sostenibilidad de la recuperación entre las economías avanzadas y las emergentes, es una prueba de que las últimas habían aprendido primero las lecciones de otros dolorosos episodios. Ojalá no las olvidemos, especialmente ahora, cuando enfrentamos las consecuencias del cambio climático y somos un imán para la inversión extranjera y el crédito externo.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007 2008		2009					2010					2011	
			T1	T2	T3	T4	total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.	
PIB Nominal (USD B)	207,8	242,6	60	61	62	63	247	68,2	70,3	74,6	...	...	...
PIB Nominal (COP MM)	432	477	123	126	127	129	505	131,5	134,7	134,3	...	...	...
Crecimiento Real														
PIB real (% Var. Interanual)	6,9	3,5	1,0	0,7	1,1	3,0	1,5	4,2	4,9	3,6	4,6	4,3	4,5	
Precios														
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5,7	7,7	6,1	3,8	3,2	2,0	2,0	1,8	2,3	2,3	3,2	3,2	3,7	
Inflación básica (% Var. Interanual)	5,2	5,9	5,4	4,5	3,9	2,7	2,7	2,3	2,3	2,3	2,6	2,6	2,5	
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2002	2234	2561	2159	1922	2046	2046	1929	1916	1800	1990	1990	1822	
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10,4	11,6	40,6	17,8	-1,2	-8,4	-8,4	-24,7	-11,2	-6,4	-2,8	-2,8	-8,4	
Sector Externo														
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,8	-2,8	-2,0	-1,7	-2,5	-2,5	-2,2	-1,9	-2,3	-4,6	...	-2,5	-3,7	
Cuenta corriente (USD mmM)	-5,8	-6,8	-1,0	-0,9	-1,5	-1,7	-5,1	-1,3	-1,6	-3,4	...	-7,2	-11,6	
Balanza comercial (USD mmM)	-0,6	1,0	0,1	0,8	0,4	0,8	2,1	1,1	1,2	-0,4	...	3,5	-0,2	
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	29,4	37,1	7,5	7,8	8,3	9,0	32,6	9,5	10,2	10,0	...	41,7	44,8	
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	30,1	36,3	7,4	7,0	7,9	8,2	30,5	8,4	9,0	10,4	...	38,2	45,0	
Servicios (neto)	-2,6	-3,1	-0,5	-0,5	-0,7	-1,0	-2,7	-0,7	-0,8	-1,0	...	-3,1	-3,1	
Renta de los factores												-11,7	-10,9	
Transferencias corrientes (neto)	5,2	5,5	1,2	1,1	1,1	1,3	4,6	0,9	1,1	1,1	...	4,1	3,7	
Inversión extranjera directa (USD mmM)	9,0	10,6	2,1	2,8	1,3	0,9	7,2	2,1	2,2	2,2	...	8,6	11,1	
Sector Público														
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0,8	0,9	...	...	...	...	-1,1	...	...	...	...	-1,1	-1,1
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3,2	-2,3	-2,7	-0,5	-0,5	-0,4	-4,2	...	...	...	...	-3,9	-4,1
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	...	-0,1	...	...	...	...	0,7	...	...	...	...	0,1	0,3
Bal. del SPNF (% del PIB)	-0,6	-0,1	-0,3	-0,8	-0,8	-0,7	-2,6	...	...	...	...	-3,0	-3,5
Indicadores de Deuda														
Deuda externa bruta (% del PIB)	21,4	18,9	20,2	20,0	22,1	...	24,1	...	...	...	...	20,4	25,0
Pública (% del PIB)	13,8	12,2	13,2	13,4	15,1	...	16,3	...	...	...	...	14,3	13,0
Privada (% del PIB)	7,7	6,9	7,0	6,6	7,0	...	7,8	...	...	...	...	6,1	12,0
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36,5	36,4	38,5	36,6	35,3	...	43,2	...	...	...	...	38,6	39,6

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

Colombia. Estados financieros*

	Feb-11 (a)	Ene-11	Feb-10 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	249,780	245,978	207,992	16.4%
Disponible	15,054	16,070	18,574	-21.4%
Inversiones	56,872	55,456	44,635	23.5%
Cartera Neta	155,120	151,873	123,609	21.6%
Consumo Bruta	43,294	42,682	35,945	16.7%
Comercial Bruta	103,803	101,627	79,892	25.9%
Vivienda Bruta	11,492	11,104	11,070	0.6%
Microcrédito Bruta	4,059	4,003	3,597	9.4%
Provisiones**	7,529	7,544	6,895	5.8%
Consumo	2,623	2,642	2,637	-3.6%
Comercial	4,373	4,341	3,773	12.4%
Vivienda	343	370	334	-0.6%
Microcrédito	190	190	152	21.6%
Otros	22,735	22,579	21,173	4.1%
Pasivo	218,058	214,187	180,776	16.9%
Depósitos y Exigibilidades	160,928	156,437	143,240	8.9%
Cuentas de Ahorro	81,886	78,559	69,959	13.5%
CDT	42,742	41,683	43,095	-3.9%
Cuentas Corrientes	30,422	30,068	25,465	15.8%
Otros	5,877	6,126	4,720	20.7%
Otros pasivos	57,130	57,750	37,536	47.5%
Patrimonio	31,722	31,791	27,216	13.0%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	575	308	648	-14.0%
Ingresos por intereses	2,482	1,250	2,636	-8.7%
Gastos por intereses	902	455	865	1.1%
Margen neto de Intereses	1,576	793	1,767	-13.5%
Ingresos netos diferentes de Intereses	1,057	471	965	6.2%
Margen Financiero Bruto	2,633	1,264	2,732	-6.6%
Costos Administrativos	1,660	809	1,414	13.8%
Provisiones Netas de Recuperación	182	121	258	-31.7%
Margen Operacional	792	334	1,060	-27.6%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2.99	2.96	4.20	-1.22
Consumo	4.72	4.51	6.88	-2.17
Comercial	2.11	2.15	2.92	-0.81
Vivienda	3.71	3.89	4.14	-0.42
Microcrédito	4.94	4.53	6.23	-1.29
Cubrimiento**	159.01	163.93	125.69	33.32
Consumo	128.44	137.22	106.58	21.86
Comercial	199.75	199.10	161.95	37.80
Vivienda	80.33	85.66	72.96	7.37
Microcrédito	94.70	104.89	67.61	27.10
ROA	2.09%	2.19%	2.15%	-0.1%
ROE	16.04%	16.78%	17.38%	-1.3%
Solvencia	n.d	14.97%	15.31%	n.d

1/ El Margen Financiero es calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ *Datos mensuales a noviembre de 2010 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.