

Crisis económicas e implicaciones de política (1995-2016)

Elaborado por ANIF para la Constructora Colpatria *

Octubre de 2015

Resumen

El índice de sufrimiento macroeconómico sugiere que la crisis que estará enfrentando el país en 2015-2016 será menos severa al compararla con el período de crisis hipotecaria de 1998-1999 o de tensión financiera de 2008-2009. Sin embargo, el fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios), con descensos en los precios del petróleo (Brent) hacia US\$50-60/barril implicará desafíos estructurales en los frentes de: i) menores crecimientos potenciales; y ii) desbalances en los déficits gemelos. Además, en el corto plazo el BR no estará en la capacidad de aplicar políticas contracíclicas, debido a las presiones inflacionarias provenientes de: i) los mayores costos (vía *pass-through*) por cuenta de la devaluación peso-dólar promedio año del 35% en 2015; y ii) los altos precios de los alimentos-energía por la presencia del Fenómeno del Niño (hasta el primer trimestre de 2016).

Ello resalta la urgencia de tramitar reformas estructurales en los frentes tributarios, pensional y de flexibilización-laboral, como lo ha venido recomendando la OECD, entre otros. Además esto debería combinarse con reformas transversales (mantener el paso en materia de inversión en infraestructura y logística, para reducir los sobrecostos de transporte) y sectoriales que eleven la productividad de la industria y el agro. Entre ellas se destacan: i) organizar la migración de recursos hacia sectores con potencial competitivo dentro de la industria; ii) establecer *clusters* regionales que permitan, mediante la acción coordinada público-privada, generar economías de escala-alcance; y iii) relocalizar geográficamente buena parte de la producción manufacturera hacia las costas Pacífica y Atlántica.

Clasificación JEL: Crisis financieras (G01), Política monetaria (E52), Política fiscal y regulación (G18).

* Este documento fue elaborado por ANIF para la Constructora Colpatria. El equipo de ANIF estuvo liderado por Sergio Clavijo y participaron Alejandro Vera, David Malagón y Ekaterina Cuéllar.
Email: sclavijo@anif.com.co

I. Introducción

Siete años después del estallido de la crisis financiera internacional en 2008, el panorama macroeconómico a nivel mundial aún exhibe importantes fragilidades de cara al período 2015-2017. Si bien las economías desarrolladas muestran algunos signos de recuperación, sus expansiones todavía distan de alcanzar sus niveles potenciales. Por ejemplo, Estados Unidos estaría expandiéndose a tasas del 2.4% en 2015 (inferior al 3% potencial), mientras que la Zona Euro apenas lograría crecimientos del 1.5% (vs. 2%-2.5% potencial), con el agravante de continuar con elevados registros de desempleo del 11%.

Por su parte, las economías emergentes dieron algunos “visos” de la llamada semi-separación durante el período inicial de la “Gran Recesión” (2008-2012), apalancados en la fase ascendente del ciclo de *commodities*. En particular, se postulaba que los emergentes podrían sostener expansiones del 6% anual, liderados por Asia, aun si el mundo desarrollado tan solo crecía a tasas del 2% anual.

Sin embargo, durante 2013-2015 se ha observado que ello no ha sido posible, pues las economías emergentes han revelado debilidades estructurales por cuenta de la reversión en los términos de intercambio, aupada en el fin del Súper Ciclo de *Commodities*. En efecto, las economías emergentes enfrentaron una primera oleada que afectó a los exportadores de minerales, golpeando a países que se consideraban sólidos (como Chile y Perú). Durante 2014-2015, dicha corrección bajista se extendió al componente de los energéticos, llevando el precio del petróleo (Brent) hacia niveles que estarán promediando US\$54/barril durante 2015. Lo anterior implica una caída cercana al 50% en los precios del petróleo y del 30% en los del carbón respecto del promedio de 2013-2014.

Esta situación está generando drásticos ajustes en el frente externo de Colombia, elevando los faltantes de la balanza de pagos del 3% del PIB por año durante 2010-2014 hacia cerca del 5%-6% del PIB anual durante 2015-2016. Dado que el sector minero-energético incide en cerca de un 20% de los recursos públicos (por toda fuente), esta corrección a la baja en los precios del petróleo-carbón también está deteriorando el déficit fiscal, elevándolo del 2%

del PIB anual durante 2010-2014 hacia cerca del 3.5%-4% del PIB anual durante 2015-2016.

Así, el panorama macro-financiero de Colombia será de marcado deterioro durante 2015-2016. Aquí cabe destacar los siguientes hechos: i) la desaceleración estructural de la economía local por cuenta del fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios), reduciendo su potencial de crecimiento del 4.5% histórico (por quinquenios) hacia valores en el rango 3.5%-4%; ii) los riesgos de mayor tensión financiera ante la eventual alza en la tasa repo del Fed, aunque probablemente se estará posponiendo para inicios de 2016, dada la fragilidad global; iii) el deterioro en los llamados déficits gemelos de Colombia (externo y fiscal, antes comentados); y iv) las persistentes debilidades en los sectores de agro e industria, donde el impulso exportador que proporciona una devaluación promedio cercana al 35% anual durante 2015 aún no se cristaliza por cuenta de la cadena de problemas que afectan la competitividad de Colombia (elevados costos no salariales, de transporte y de insumos energéticos).

Todo lo anterior subraya la urgencia de acelerar el paso en las reformas estructurales tributaria y pensional, so pena de arriesgar Colombia a seguir el peligroso expediente de Brasil (recién rebajado a “grado especulativo” por S&P). En el caso de Colombia, el riesgo es una posible “perspectiva negativa” durante la primera mitad de 2016, frente a los vientos de desaceleración del PIB-real, estancamiento en la reducción del desempleo (a niveles del 9.1%) y agravamiento de los déficits gemelos (con el externo cerca del 6% del PIB y el fiscal cerca del 4% en 2016), ver Anif, 2015a.

Bajo este panorama de deterioro económico (pero no de crisis) en Colombia durante 2015-2016, frente al buen desempeño de 2010-2014, resulta apropiado analizar lo ocurrido en anteriores momentos históricos de tensión financiera e hipotecaria. Esto con el propósito de avizorar acciones precautelativas que le permitan al sector hipotecario y económico (en general) de Colombia asegurar un eventual rebote hacia su crecimiento potencial del 4.5% por año durante el período 2018-2022.

En particular, aquí analizaremos lo ocurrido durante la desaceleración económica del período 1998-1999 (por cuenta de la grave crisis hipotecaria de Colombia) y durante el estancamiento internacional del período 2008-2009 (debido a la crisis hipotecaria global, afectando con particular vehemencia a Estados Unidos, Gran Bretaña y España).

Este documento consta de cinco capítulos, incluyendo esta introducción. En los tres capítulos siguientes haremos un análisis de los períodos de crisis y/o desaceleración económica (1998-1999, 2008-2009 y 2015-2016), examinando cuáles han sido las implicaciones para Colombia en términos de crecimiento, empleo, inflación, entre otras variables macroeconómicas. Aquí será clave siempre tener en mente los determinantes del entorno internacional en cada uno de esos episodios. En el quinto y último capítulo presentaremos las conclusiones.

Como veremos, en términos de “sufrimiento macroeconómico” (= Inflación + Desempleo - Crecimiento Económico), la crisis hipotecaria de 1998-1999 implicó las mayores afectaciones para la actividad económica, pues Colombia experimentó la peor contracción del PIB-real (-5.2% anual en 1999) desde la Gran Depresión (cuando registró una caída del -1.6%). Recordemos que la obstinada defensa del sistema de “bandas cambiarias” llevó al Banco de la República (BR) a elevar drásticamente sus tasas de interés, con el agravante de tener atada la corrección monetaria (UPAC) a la DTF (donde $UPAC = 0.84 * DTF$), afectando significativamente las cuotas del servicio de la deuda hipotecaria de muchos hogares colombianos.

Por contraste, el período de crisis financiera internacional de 2008-2009 tomó a Colombia mejor parapetada en términos de estarse aplicando un esquema de Inflación Objetivo (IO), gracias a la flotación cambiaria (adoptada desde septiembre de 1999) y con la implementación del esquema IO desde octubre de 2000. Ello le permitió al BR aplicar una política monetaria anticíclica y acompañar de mejor manera al sector real, pero aun así el promedio del crecimiento se redujo a solo un 2.6% anual durante 2008-2009. Ello, junto con los llamados “estabilizadores automáticos” fiscales y el impulso proveniente por

el auge del sector minero-energético, le permitió al país enfrentar relativamente bien dicha coyuntura, sin caer en “retracción del crédito”.

Durante 2015-2016, consideramos que el “sufrimiento macroeconómico” que estará experimentando Colombia por cuenta del fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios) será menor frente a períodos anteriores de crisis (1998-1999) o de tensión financiera (2008-2009). Sin embargo, Colombia tendrá serios desafíos estructurales en materia de ganancias en competitividad (esencial para elevar nuevamente su potencial de crecimiento) y en ajuste fiscal (como ya se mencionó). Además, el BR no estará en la capacidad de aplicar políticas contracíclicas debido a las presiones inflacionarias provenientes de: i) los mayores costos (vía *pass-through*) por cuenta de la devaluación peso-dólar promedio año del 35% en 2015; y ii) los altos precios de los alimentos-energía, como resultado del Fenómeno del Niño (hasta el primer trimestre de 2016).

II. La Crisis Hipotecaria de Colombia: 1998-1999

La economía colombiana creció a ritmos satisfactorios del 4.3% anual durante el período 1993-1997. En buena medida ello fue el resultado de múltiples reformas estructurales, introducidas por la Reforma Constitucional de 1991. Estas permitieron impulsar una mayor apertura comercial y mejorar el desempeño del sector público, tras importantes privatizaciones y cierres de entidades corruptas e ineficientes.

Lo anterior estuvo acompañado por el programa de liberalización financiera (Leyes 45 de 1990, 9 de 1991 y 35 de 1993) de comienzos de los años noventa, el cual permitió sentar las bases para la modernización del sector. Entre los cambios introducidos, se destacan: i) la eliminación de barreras a la inversión extranjera en el sector financiero para incrementar la competencia; y ii) una mayor libertad para los establecimientos de crédito en el manejo de operaciones financieras y tasas de interés (ver Zárate *et al.*, 2012).

Todo ello se tradujo en un auge del crédito durante el período 1991-1997, donde la relación Cartera/PIB llegó a niveles del 34% frente al 20% observado

en 1991. Dicho crecimiento estuvo apalancado en las expansiones de las carteras comercial e hipotecaria. Esta última llegó a niveles del 9.4% del PIB en 1997 (vs. 6% en 1991).

Esa dinámica del crédito hipotecario en buena parte obedeció al volcamiento de la liquidez hacia el sector no transable. Ello como resultado de la marcada apreciación de la tasa de cambio real (llegando a niveles del 43% en el acumulado de 1991-1997), por cuenta del auge petrolero de ese período (gracias a los hallazgos de Caño Limón en 1982 y Cusiana-Cupiagua en 1991). Incluso, dicho período se caracterizó por la expansión crediticia de la banca pública hacia el sector hipotecario.

Todas estas condiciones ayudaron a inflar una “burbuja especulativa” durante 1993-1997, centrada en el sector hipotecario. Se trataba de un sector de larga data, que desde 1972 había creado el monopolio de cuentas de ahorro indexadas a la inflación para las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV). Ello le había permitido al sector bancario generar una amplia base de ahorro de corto plazo, con la cual venía fondeando créditos hipotecarios de largo plazo (10-15 años). Así, el sector hipotecario se fue sobre-apalancando, con riesgos de descalce entre fondeo y crédito. Además, históricamente dicho sector le había apostado, con relativo éxito, a que la relación “Créditos Hipotecarios/Valor de las Viviendas” (el llamado *Loan-to-Value*) se mantendría controlada en valores inferiores al 50% (ver Anif, 2011).

Adicionalmente, Colombia venía experimentando un incremento sustancial en el gasto público como resultado del proceso de descentralización fiscal y de las obligaciones mandadas en la nueva Constitución de 1991. Ello, junto con el exceso de gasto privado, estuvo financiado en buena parte por la mayor entrada de flujos de capital, lo cual terminó reflejándose en los elevados déficits externos (alcanzando niveles del 5% del PIB en 1997).

Esta vulnerabilidad externa y fiscal de la economía se hizo evidente con la crisis internacional de 1997-1999, pues el país estaba muy expuesto a las percepciones de los inversionistas nacionales e internacionales.

Al estallar la crisis hipotecaria asiática en agosto de 1997, se pensó que se trataba de un problema hipotecario focalizado en Tailandia y con poca incidencia regional o global. En efecto, los países de la región no exhibían graves desbalances fiscales o externos y se creía que el potencial problema de contagio podría ser contrarrestado por Japón (ver Clavijo, 2000).

No obstante, dado el elevado nivel de sobre-apalancamiento del sector hipotecario en buena parte de Asia (incluyendo Corea del Sur, Malasia e Indonesia), las repercusiones de la crisis fueron globales y persistentes. Por ejemplo, se generó una fuerte oleada de contagio financiero sobre Rusia y Brasil, poniendo en dificultades su acceso al mercado de capitales internacionales (Reinhart y Rogoff, 2009).

La mayoría de países trataron de defender su liquidez local e internacional a través de elevar sus tasas de interés para evitar los ataques especulativos sobre sus escasas Reservas Internacionales en momentos en que se dio un “paro súbito” del flujo de capitales. Ello habría de tener repercusiones sobre la viabilidad de los deudores hipotecarios, pues sus obligaciones financieras se elevaron en momentos en que se expandía el desempleo y disminuía el ingreso disponible de los hogares. Esto derivó en el disparo de la relación Deuda Hipotecaria/Valor del Inmueble a niveles superiores al 50%, pues los deudores se vieron en la necesidad de entregar sus bienes en dación de pago.

En el caso de Colombia, este proceso se dio de manera aguda, pues la “defensa de la banda cambiaria” llevó a presionar las tasas de interés locales. En efecto, la defensa de dicho sistema por parte del Emisor condujo a elevar fuertemente las tasas de interés reales de toda la economía, especialmente las del sector hipotecario, por cuenta de un inadecuado sistema de enlaces entre las tasas de mercado (DTF) y el cálculo del componente de corrección monetaria (UPAC). Todo ello indujo costos reales adicionales para los créditos hipotecarios (ver Anif, 2006).

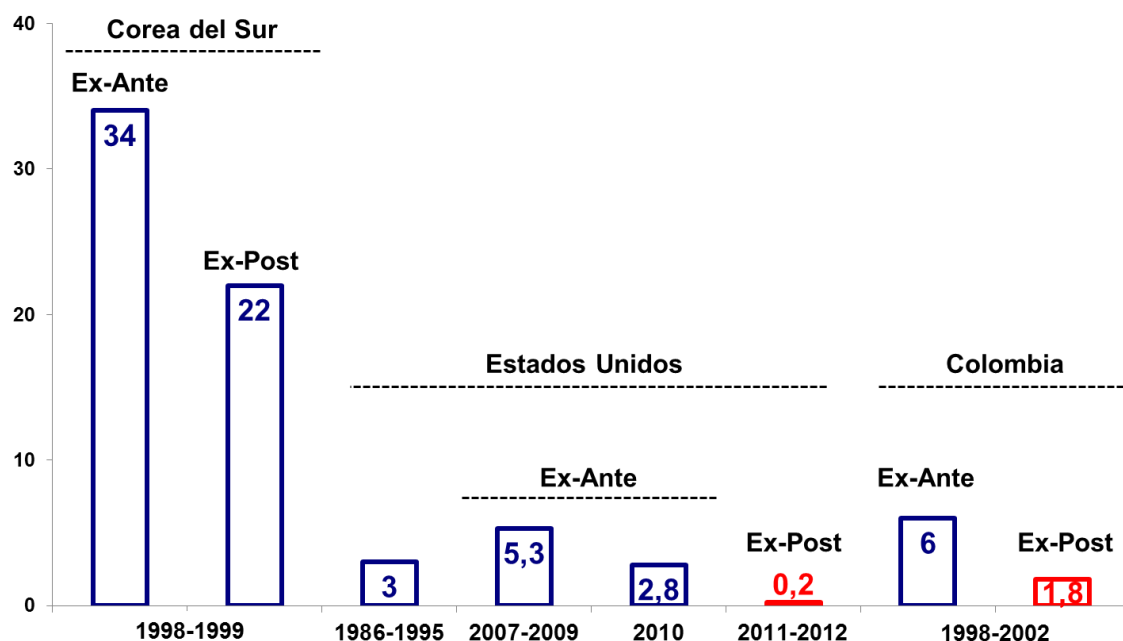
Así, la consecuencia directa fue un “frenazo súbito” en los influjos de capitales hacia Colombia, generándose desequilibrios externos y una contracción del PIB-real del -5.2% en 1999. A renglón seguido entraron en quiebra numerosas entidades del sistema financiero y el gobierno tuvo que promover fusiones y

adquisiciones para evitar corridas bancarias y “efectos dominó” sobre el sistema bancario. A pesar de ello, se hicieron evidentes los descalces financieros de las entidades hipotecarias, con fondeos de corto plazo y tratando de sustentar créditos cercanos a los 15 años (en promedio).

Una de las principales respuestas de las autoridades tuvo que ver con la creación del Gravamen a los Movimientos Financieros (en ese momento 2x1.000), para recaudar fondos tendientes a estabilizar el sistema bancario. También se adoptaron severas restricciones fiscales, apretando el cinturón fiscal territorial (“Ley de Semáforos” 358 de 1997). Asimismo, intervino activamente la Corte Constitucional y el Congreso de la República en lo que sería el nuevo ordenamiento hipotecario de Colombia a través de la “Ley de Vivienda” 546 de 1999, la cual tuvo la virtud de regresar al sistema de “indexación puro” a través de la UVR y de evitar las llamadas “cuotas super-mínimas” al exigir un mínimo del 30% en las cuotas hipotecarias iniciales. El costo de la crisis hipotecaria del período 1998-2003, que inicialmente se valoró en un 6% del PIB, terminaría costando solo un 2% del PIB al fisco nacional. Esto gracias a que FOGAFÍN creó un fondo de administración de bienes recibidos en dación de pago (CISA) y la oportuna intervención de entidades públicas y privadas, cuyas acciones posteriormente serían vendidas nuevamente al sector privado, generándose ganancias que vinieron a amortiguar las pérdidas iniciales (ver gráfico 1).

A continuación analizaremos el comportamiento de algunas variables macroeconómicas clave durante la crisis de 1998-1999.

**Gráfico 1. Costo de las crisis financieras
(% del PIB, 1998-2012)**



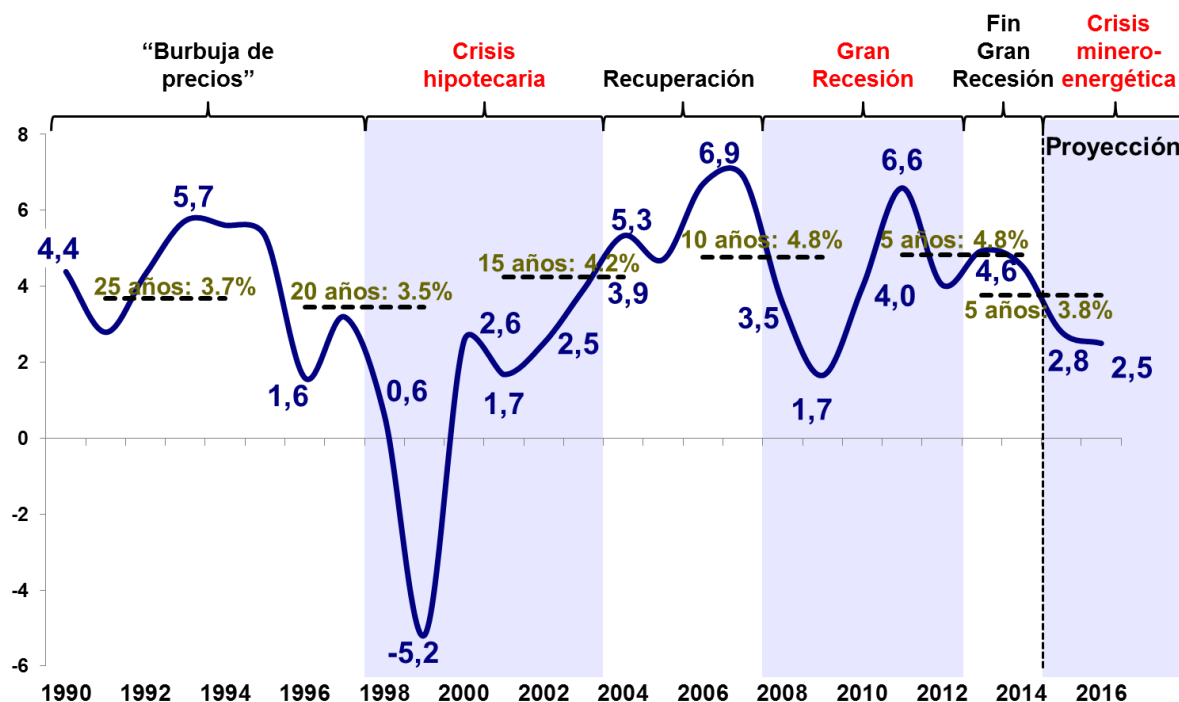
Fuente: FMI, Economist, CBO y Clavijo (2001)

1. Crecimiento económico

Colombia había registrado crecimientos promedio del 4.3% real anual durante 1993-1997 (como ya se mencionó). Sin embargo, el estallido de la crisis hipotecaria llevó a que el país promediara contracciones del -2.3% anual durante 1998-1999 (ver gráfico 2). En efecto, durante dicho período, Colombia experimentó la peor contracción del PIB-real (-5.2% anual en 1999) desde la Gran Depresión (cuando registró una caída del -1.6%).

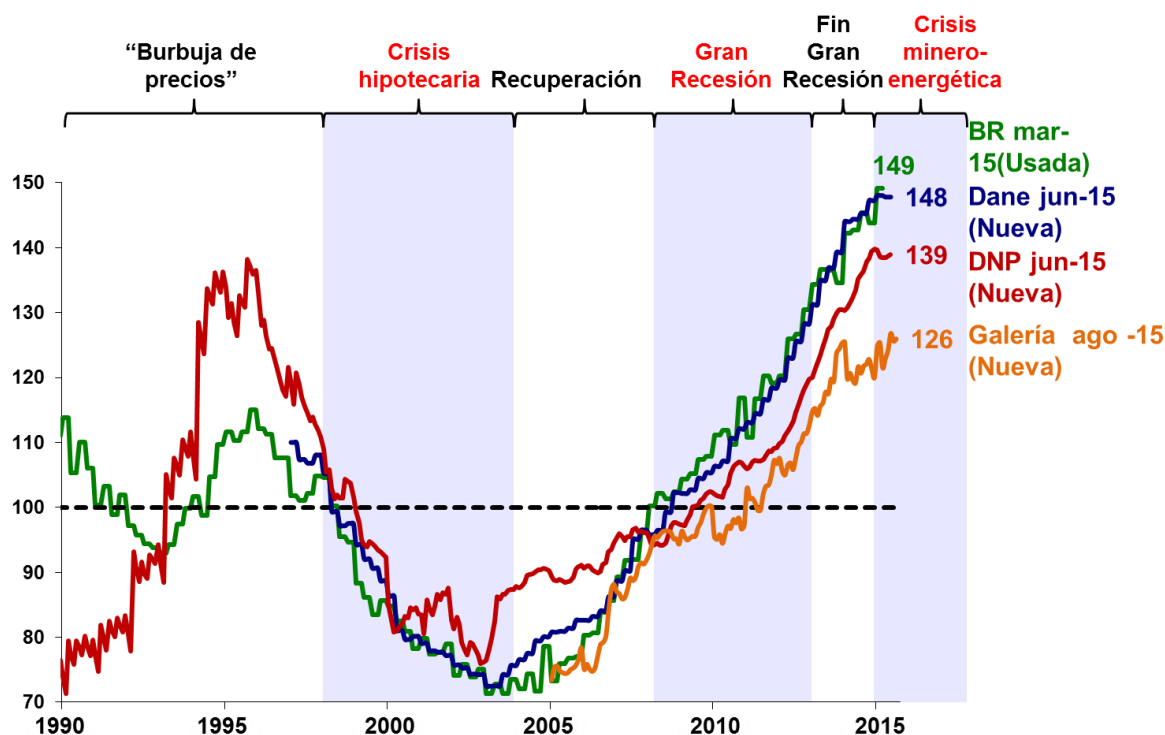
Allí, el sector de la construcción fue el más afectado, contrayéndose a ritmos del -16.8% por año en 1998-1999 frente al +2.9%/año de 1993-1997. En particular, el rubro de obras civiles registró caídas promedio del -15.8% anual, siendo aún más grave la contracción de las edificaciones del -20.8% anual durante el mismo período. Esto último estuvo acompañado por desvalorizaciones hipotecarias hasta del 30%-50% real (especialmente en Bogotá, Medellín y Cali), después de los marcados aumentos del precio de la vivienda del 67% en 1990-1995 (ver gráfico 3).

**Gráfico 2. Crecimiento del PIB-real
(%, 1990-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

**Gráfico 3. Precios de la vivienda en Colombia
(promedio 1989-2015=100, a junio de 2015)**



Fuente: cálculos Anif con base en DNP (Bogotá), Banco de la República (Nacional), Dane (Nacional) y Galería Inmobiliaria (Bogotá, Medellín y Cali).

Asimismo, el sector comercio sufrió una notoria contracción del -10.8% por año en 1998-1999 (vs. +3.5%/año en 1993-1997). Esto como resultado de: i) la disminución del consumo agregado a ritmos del -2% anual en 1998-1999, afectado por la coyuntura de desaceleración económica; y ii) el menor impulso de los rubros conexos a la construcción (ferreterías) por cuenta del pobre desempeño de dicho sector.

Por su parte, el sector de establecimientos financieros-servicios empresariales exhibió una caída del -3.4% por año en 1998-1999, después de expandirse a tasas del +5.5% anual en 1993-1997. Recordemos que con la irrupción de la crisis, el sistema financiero registró una drástica reducción en el número de entidades financieras. Las CAV fueron particularmente las más afectadas y las obligaciones de reliquidación de sus créditos hipotecarios (Ley 510 de 1999) generaron un *stress* financiero del cual nunca se recuperaron, hasta ser absorbidas por los bancos comerciales. Así, el total de entidades vigiladas por la Superbancaria (excluyendo el BR, las casas de cambio y las oficinas de representación) pasó de 438 en 1995 a 349 en 1999. Además, el total de activos del sistema financiero se estancó, manteniéndose alrededor del 55% del PIB durante 1997-1999.

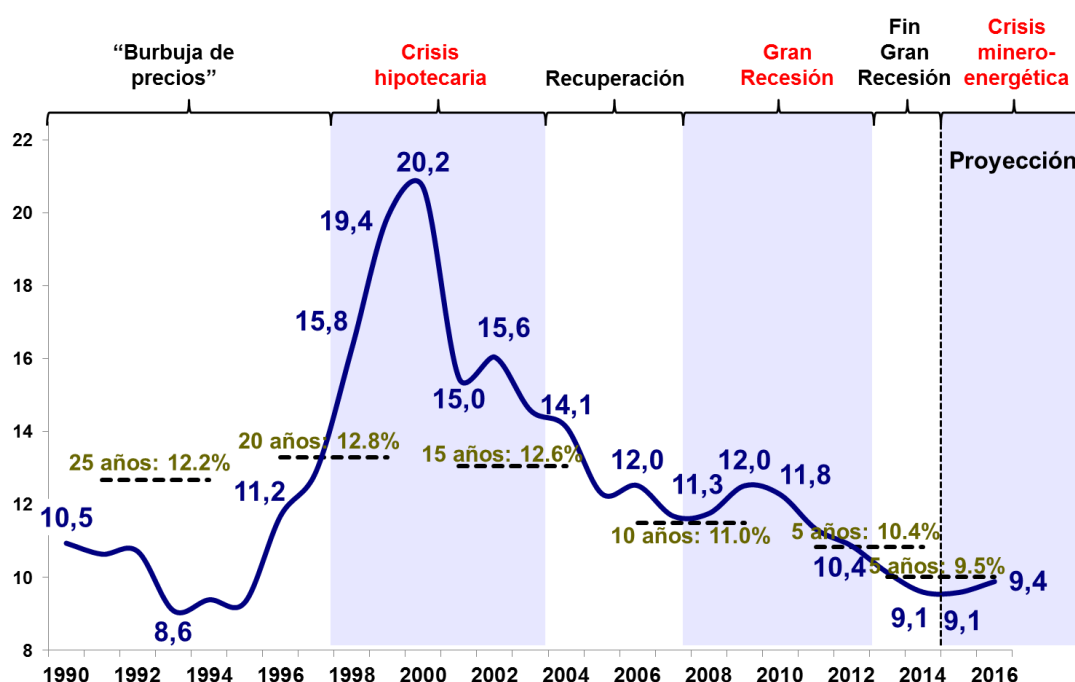
Con relación a la demanda interna, esta mostró una contracción del -2%/año en 1998-1999 (vs. +6% anual en 1993-1997). Allí la inversión exhibió una marcada desaceleración (-22.4% vs. +6.7%), afectada por el desempeño de la construcción. En efecto, la relación Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF)/PIB descendió hacia el 13% en 1999 frente a los niveles del 22%-26% de 1993-1997.

En los años siguientes, el PIB-real empezó a mostrar algunas señales de recuperación, promediando expansiones del 2.1% anual en 2000-2001, cifra aún inferior al crecimiento potencial del 4.5% (por quinquenios). Los sectores jalonadores de dicho desempeño fueron la industria y el comercio, ambos expandiéndose a tasas del 7.3% anual durante el período de análisis. Este último sector estuvo impulsado por el consumo agregado, cuyo crecimiento fue del 1.3% anual en 2000-2001. No obstante, la recuperación completa del sector real, como un todo, solo llegó hasta después del año 2002.

2. Empleo

La drástica contracción de la demanda agregada y el Producto durante la crisis de 1998-1999 se tradujo en un preocupante aumento de la tasa de desempleo hacia niveles del 16%-19% (ver gráfico 4) frente al promedio del 10% de las décadas anteriores (ver Clavijo, 2002).

**Gráfico 4. Tasa de desempleo
(%, 1990-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Más aún, la débil recuperación de la economía después del estallido de la crisis mantuvo el desempleo en niveles récord del 20% en el año 2000. En ese momento, se generó un exceso de oferta laboral (más personas buscando trabajo, mujeres y jóvenes principalmente) como consecuencia de los menores ingresos que recibían los hogares (vía los jefes de hogar) ante la caída del Producto de la economía (ver Santamaría y Rojas, 2001).

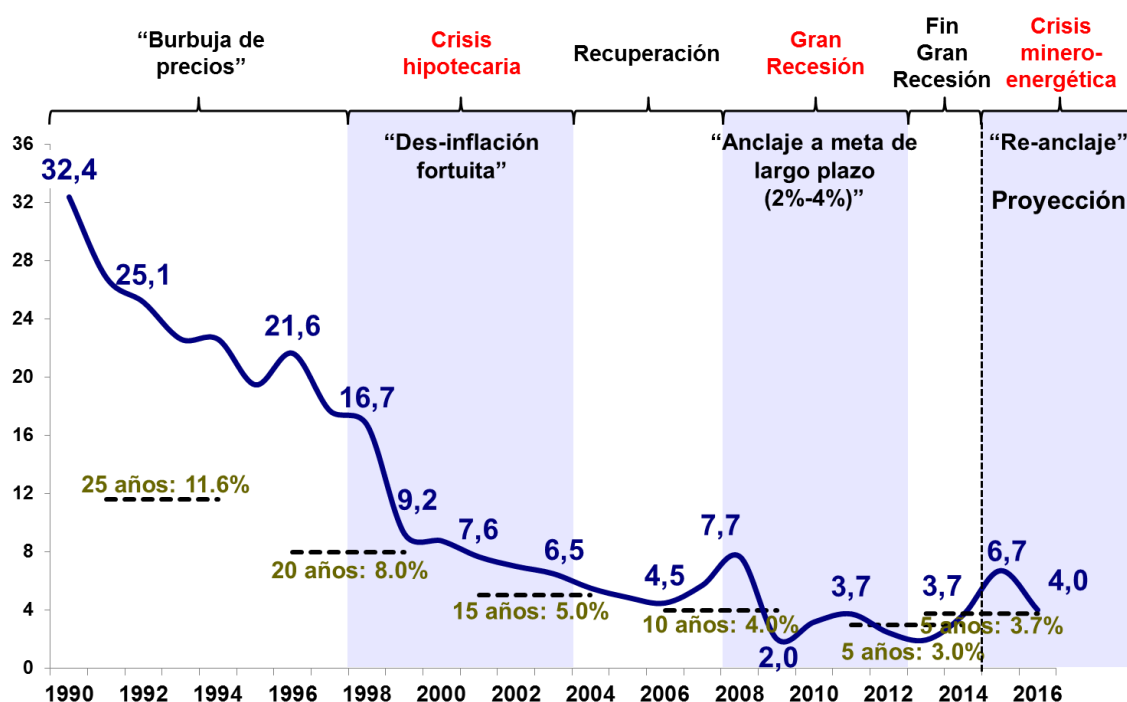
Solo a partir de 2001, la dinámica del mercado laboral empezó a mostrar señales de recuperación. Así, la tasa de desempleo logró reducirse en cerca de -5pps en 2001 (ó -2pps-3pps, al corregir por el ruido generado por la disponibilidad de información a nivel nacional desde 2001 vs. 7 ciudades anteriormente), ubicándose en niveles del 15%.

3. Inflación

Durante el período de recuperación de la demanda agregada al inicio de la década de los noventa, la inflación promedió valores del 23.5%, cifra no muy lejana del 21.8% de 1970-1990. En efecto, el país se había caracterizado por tener la tasa de inflación moderada-alta más persistente del mundo. Dicha persistencia se amparaba en mecanismos de indexación financiera y salarial que hacían difícil consolidar la inflación en niveles de un solo dígito (ver Clavijo, 2000).

Sin embargo, la coyuntura de desaceleración económica de 1998-1999, agravada por los factores internacionales, derivó en menores niveles de inflación, acercándose a los valores meta trazados por el BR. Así, el incremento en los precios resultó ser del 9.2% en 1999 (vs. la meta del 15% del BR), ver gráfico 5.

**Gráfico 5. Inflación
(%, 1990-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

De esta manera, Colombia experimentó un período de “desinflación fortuita” durante 1998-1999. Ello como resultado del debilitamiento del sector productivo (con una contracción del PIB-real del -5.2% anual en 1999), el mayor

desempleo (con un disparo de la tasa de desempleo a niveles del 19% en 1999) y el estallido de la “burbuja especulativa” de los bienes raíces que se fue inflando durante los años 1993-1997.

A pesar de lo anterior, el esquema de control de corredores monetarios y la defensa de bandas cambiarias reptantes le impidió al BR la adopción de políticas contracíclicas que mitigaran los efectos de la mencionada crisis. Ello obedeció a que, en primer lugar, las innovaciones financieras venían haciendo difícil la tarea de estimar las demandas por dinero (ver Goldfeld, 1976), deteriorando el vínculo entre los corredores monetarios y el PIB-inflación. En segundo lugar, el nerviosismo financiero y las presiones de devaluación obligaron al BR a subir su tasa repo, lo cual debilitó aún más la demanda agregada.

En respuesta a estas rigideces, el BR adoptó el esquema de I-O desde octubre del año 2000, habiendo eliminado con anterioridad la banda cambiaria (septiembre de 1999), dada la imposibilidad de “reconciliar” sus metas de inflación y cambiarias. Así, auspiciado por un programa de ajuste con el FMI, el BR empezó la aplicación del esquema de I-O, el cual consiste en: i) definición de un cronograma de metas de desinflación, logrando anclar las expectativas en el mediano plazo; ii) el envío de señales monetarias mediante la tasa de interés (vs. el esquema anterior de metas en los agregados monetarios); y iii) requerimientos especiales del BR en términos de independencia y credibilidad, así como en flotación cambiaria, baja dependencia fiscal y buenos modelos de pronóstico de inflación (ver Clavijo, 2002). Dicho arreglo institucional sentó las bases para reducir la inflación hacia niveles del 7.6% en 2001 y del 7% en 2002.

Al respecto, cabe destacar que el elemento más importante de la adopción del esquema de I-O es que este le ha permitido al BR aplicar políticas monetarias contracíclicas para suavizar el ciclo económico, contando a su favor con la flotación cambiaria (algo que fue vital para evitar nuevas contracciones del Producto en 2008-2009).

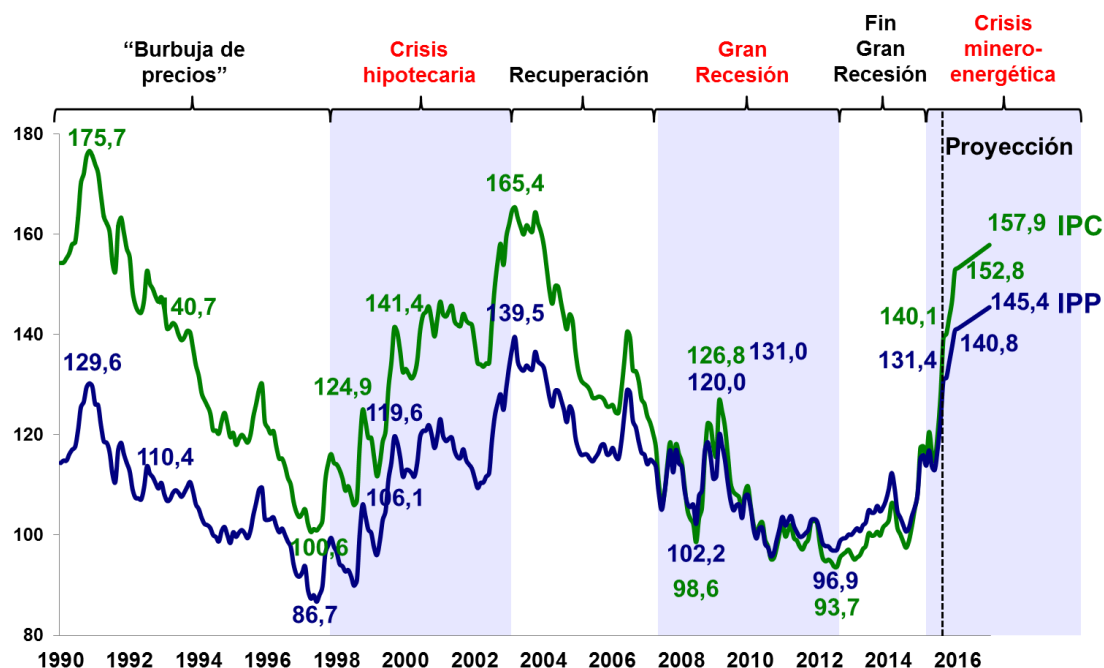
4. Tasa de cambio real

La crisis internacional de 1998-1999 generó serias turbulencias cambiarias y monetarias sobre toda América Latina. Colombia no fue la excepción. De una parte, se produjo un marcado deterioro de los términos de intercambio y una reducción en los flujos de capital hacia la región. De otra parte, y como resultado de este ambiente internacional, se observó un alza pronunciada en las tasas de interés internas, la cual se vio agravada por la estrategia de defensa del sistema de bandas cambiarias (ver Clavijo, 2001).

En Colombia, dichas bandas cambiarias fueron ajustadas al alza en repetidas ocasiones (septiembre de 1998 y nuevamente en junio de 1999), lo cual, si bien permitió una importante depreciación real del peso frente al dólar (del 24% en septiembre de 1998-septiembre de 1999), implicó importantes pérdidas de Reservas Internacionales (ver gráfico 6). Finalmente, el régimen de bandas cambiarias reptantes se abandonó a favor de uno de flotación a partir de septiembre de 1999, después de haberlo hecho Brasil en enero y Chile en agosto de ese año. Todo esto sentando las bases para la implementación del mencionado esquema de I-O.

Gracias a esta creciente flexibilidad cambiaria de finales de los años noventa y al ajuste fiscal adelantado simultáneamente, Colombia logró reducir su inflación a tasas inferiores a un dígito, manteniendo una tasa de cambio real más competitiva (ver Clavijo, 2005).

**Gráfico 6. Índice de tasa de cambio real
(comercio global a septiembre de 2015, 2010 = 100)**



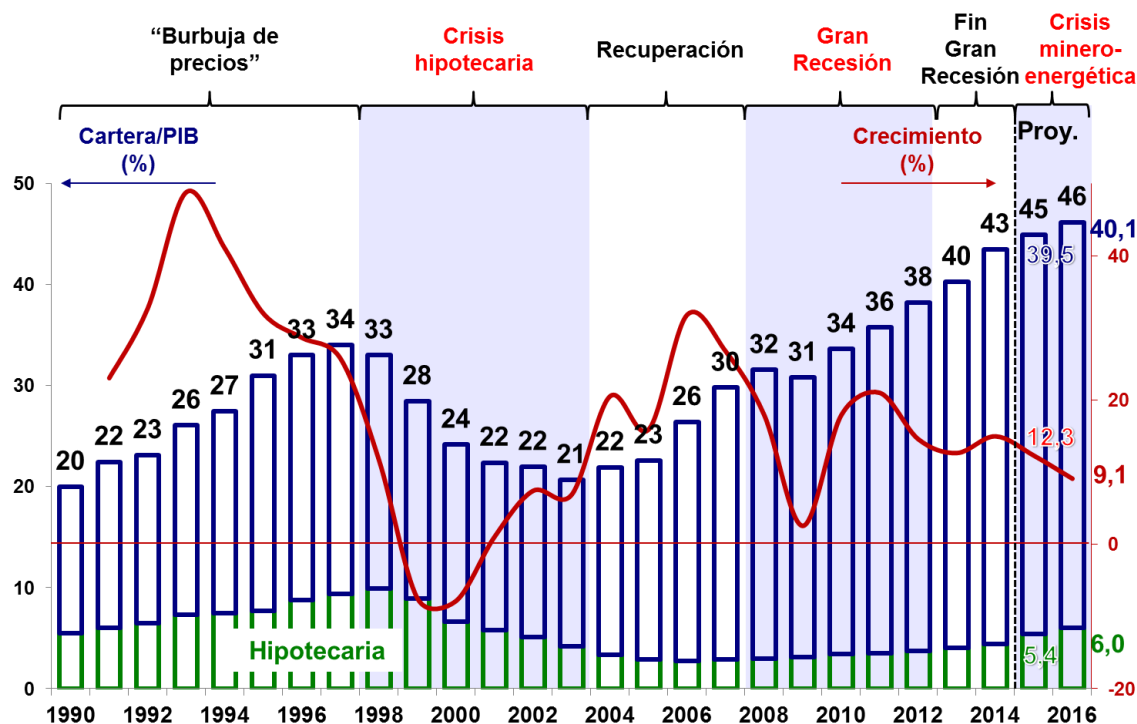
Fuente: Banco de la República.

5. Cartera

El período 1991-1997 se caracterizó por el auge del crédito, como ya se mencionó. Allí, la cartera crediticia logró acelerar su crecimiento a niveles pico del 55% anual en 1995 (vs. 20% en 1991) y mantenerlo por encima del 30% en 1996-1997, valores superiores al crecimiento promedio del PIB-nominal (28.4%/año en 1991-1997), ver gráfico 7. Así, la cartera llegó a representar un 34% del PIB en 1997 frente al 20% observado en 1991. Ello en gran parte obedeció a la “burbuja especulativa” de los bienes raíces que se fue inflando durante 1993-1997.

Sin embargo, la vulnerabilidad del sistema financiero se hizo evidente en 1998, cuando confluyeron los desequilibrios internos y la crisis financiera internacional. Allí, el crédito doméstico se vio afectado por la política monetaria restrictiva del BR (como veremos), lo cual tenía el propósito de ajustar el gasto agregado (particularmente el privado, dada la poca flexibilidad del público en el corto plazo) y así proteger el sistema de bandas cambiarias (ver Banco de la República, 1999).

**Gráfico 7. Crecimiento y stock de la cartera total
(con titularizaciones, 1990-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.

Todo ello se tradujo en una desaceleración de la cartera, llegando a niveles del 33% del PIB en 1998 (creciendo solo un 11.7% anual) y al 28.5% del PIB en 1999 (contrayéndose un -7.5% anual).

Peor aún, en términos de calidad, si bien el indicador de cartera vencida/cartera bruta venía aumentando desde 1993 por cuenta de los mencionados errores de valoración de los riesgos crediticios y el aumento desbordado de la cartera, dicho indicador alcanzó valores del 10.1% en 1998 (vs. 6.4% en 1997) y un pico del 13.4% en 1999. En el caso hipotecario este indicador llegó al 10.8% en 1998 y hasta el 18.8% en 1999.

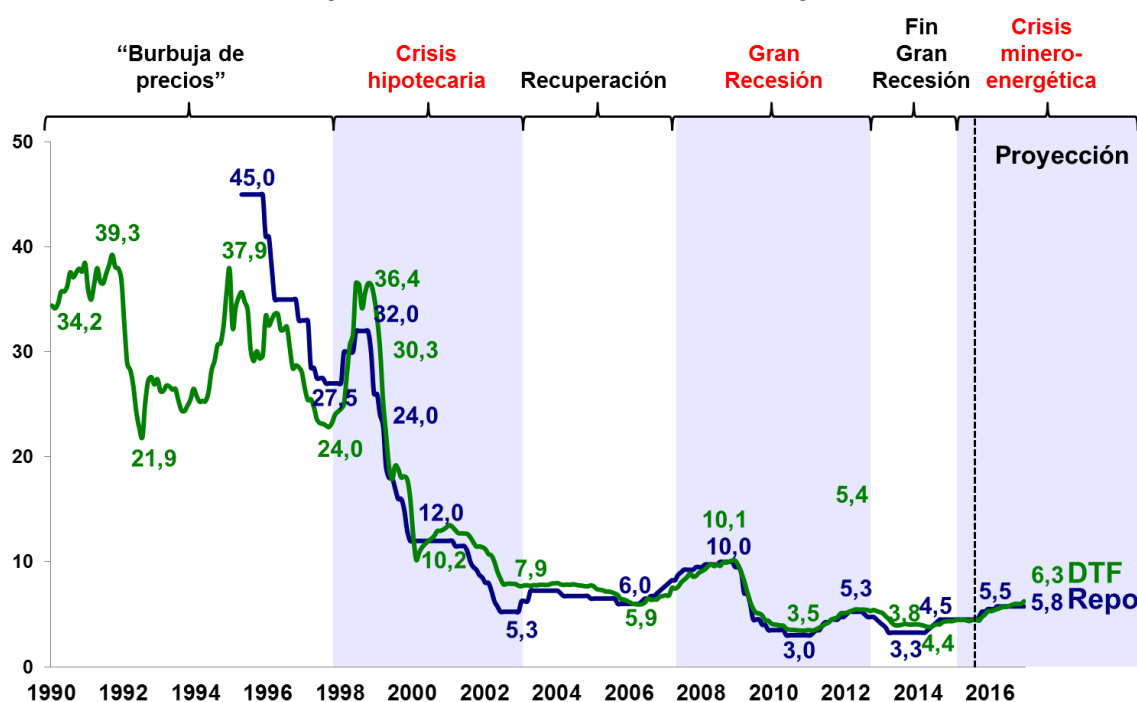
6. Tasas de interés

La fuga de capitales privados en 1998 y el mencionado *sudden-stop* de 1999, provocados por la crisis internacional, llevaron a que el BR aumentara su tasa-repo del 27% al 32% en 1998 y la mantuviera en niveles elevados del 24% al

inicio de 1999, defendiendo el sistema de banda cambiaria (ver Gómez, 2006), ver gráfico 8.

Ello se tradujo en un incremento en la DTF, pasando del 24% al 36% en 1998 y manteniéndose en niveles del 30% al comienzo de 1999 (13% real). Estos aumentos de las tasas de interés tuvieron repercusiones devastadoras en términos de crecimiento, como ya se mencionó.

**Gráfico 8. DTF y Repos a 1 día
(tasas nominales, %, 1990-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

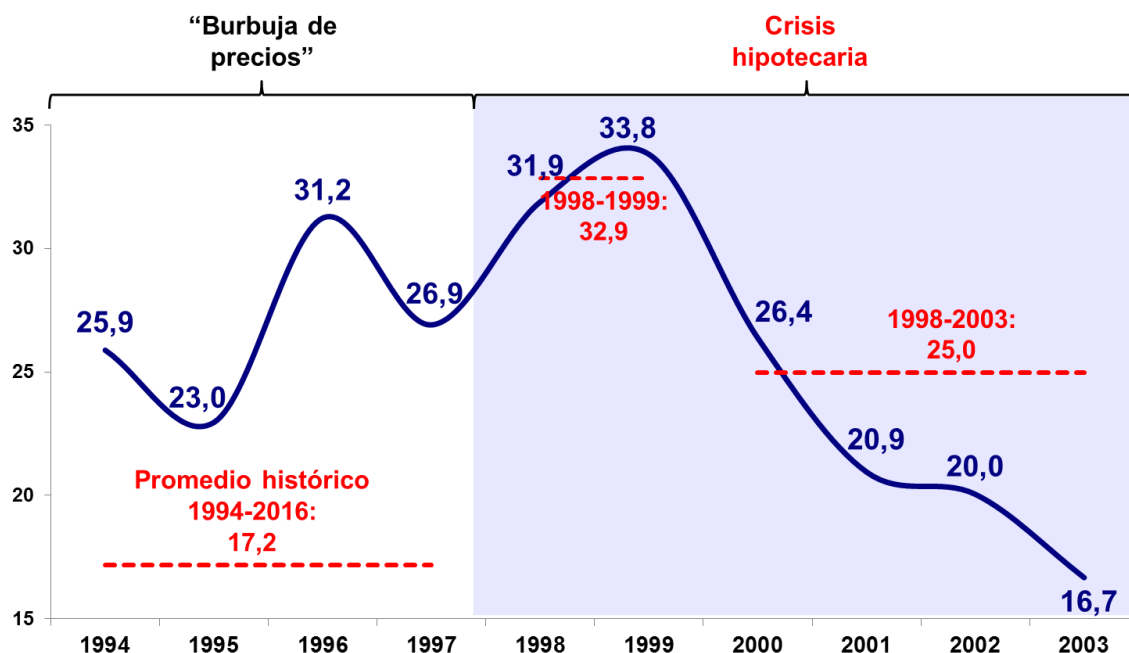
Sin embargo, la adopción del régimen de flotación cambiaria (septiembre de 1999) y el esquema de I-O (octubre de 2000) le permitieron al BR aplicar una política monetaria contracíclica para suavizar el ciclo económico. De esta manera, el BR redujo su tasa repo del 12% al 5.3% durante el período de recuperación pos-crisis en 2001-2002. En dicho período, el BR tuvo un amplio margen de maniobra monetario, debido a: i) una “brecha de Producto” negativa, donde el PIB-real se expandía a tasas promedio del 2.1% (vs. crecimientos potenciales del 4.5%); ii) una inflación descendiendo del 8.7% al 7%, logrando cumplir con la meta inflacionaria en cada uno de esos años; y iii) un estancamiento del crédito, donde la cartera solo crecía en promedio al 4.2%

anual en 2001-2002, después de superar las contracciones del -7.7% anual en 1999-2000 ocasionadas por el estallido de la burbuja hipotecaria.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el índice de sufrimiento macroeconómico sugiere que las mayores afectaciones a la actividad económica durante la crisis hipotecaria ocurrieron en el período 1998-1999. En esos años, dicho indicador promedió niveles del 32.9% (vs. el promedio histórico del 17.2%), ver gráfico 9. Allí, la defensa del sistema de bandas cambiarias no le permitió al BR aplicar una política monetaria contracíclica. En efecto, el BR se vio obligado a subir su tasa repo del 27% al 32% en 1998 y mantenerla en niveles elevados del 24% al inicio de 1999, debilitando aún más la economía (promediando crecimientos del -2.3% por año en 1998-1999, con un disparo de la tasa de desempleo hacia el 19% en 1999). Además, dicha defensa de las bandas cambiarias imposibilitó “reconciliar” las metas de inflación del BR con las cambiarias, por lo que la inflación promedió niveles del 13% anual en 1998-1999.

Sin embargo, la adopción del régimen de flotación (septiembre de 1999) y la implementación del esquema de I-O (octubre de 2000) le permitieron al BR aplicar una política monetaria contracíclica (reduciendo su tasa repo del 12% al 5.3% durante 2001-2002) para suavizar el ciclo económico, contando a su favor con las bases para disminuir la inflación hacia niveles de un dígito. Con ello, el índice de sufrimiento macroeconómico registró un descenso, ubicándose incluso por debajo del promedio histórico en 2003 (16.7%). Así, durante el período de crisis hipotecaria, dicho indicador promedió valores del 25%.

**Gráfico 9. Índice de Sufrimiento Macroeconómico
(Inflación + Desempleo - Crecimiento económico)
(%, 1994-2003)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

III. La Crisis Financiera Internacional (2008-2010)

El mundo desarrollado había experimentado un período de prolongado crecimiento económico en los primeros años del siglo XXI. Dicho período se caracterizó por disfrutar de tasas de interés reales anormalmente bajas y relativa tranquilidad financiera.

Sin embargo, el afán gubernamental de Estados Unidos de salir de la recesión de 2000 (a través de acelerar las titularizaciones de Fannie Mae y Freddie Mac) terminó por extender créditos incobrables a una porción de la población antes no bancarizada (estimada en un 15% adicional) y con elevada inestabilidad en sus ingresos (mercados denominados *subprime*). No es sorprendente entonces que las daciones en pago se focalizaran en esta porción del mercado, estimándose que, mientras el índice de calidad de cartera hipotecaria se deterioró a niveles del 9.2% hacia finales de 2010, el de la cartera *subprime* ascendió al 25.2%.

La elusión a los límites de apalancamiento ocurrió a través de operaciones con terceros por fuera del balance bancario. Ellas fueron particularmente copiosas en el caso de Estados Unidos, pero no exclusivas de dicho país. También están a mano los casos de Gran Bretaña, Irlanda y España, donde las inmobiliarias jugaron un papel delicado de sobreexpansión crediticia hipotecaria. La laxitud monetaria alimentó un prolongado frenesí financiero (ver Clavijo *et al.*, 2010). Fue en este contexto de una crisis hipotecaria global en ciernes que ocurrió la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

El estallido de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos ocasionó una gran inestabilidad financiera a nivel global, desequilibrando los mercados de intermediación y todos los activos financieros (renta fija, renta variable y derivados).

Aunque inicialmente se postuló la hipótesis de la “separación” de los mercados emergentes respecto del mundo desarrollado, se hizo evidente la gran magnitud del contagio financiero en todo el mundo. Por ejemplo, Europa Oriental sufrió una profunda crisis debido a su interconexión con la banca de la Unión Europea, mientras que América Latina experimentó serios deterioros en su balanza externa, con la consecuente contracción de su Producto real.

En el caso de Colombia, la lección ya estaba en buena medida aprendida, tras la dolorosa crisis hipotecaria del período 1998-1999 (comentada en el capítulo anterior). De una parte, el BR elevó sus tasas de interés durante 2006-2008 para contener no solo rebotes inflacionarios, sino para evitar una sobreexpansión crediticia, especialmente a nivel del crédito de consumo. De otra parte, la Superintendencia Financiera aplicó esquemas de provisiones anticíclicas que ayudaron a frenar, en el margen, dichas expansiones.

Buena parte de la semi-separación de la economía colombiana respecto del mundo desarrollado se logró gracias al auge minero-energético, logrando crecer a tasas del 3.1% reales por año durante 2008-2010. Adicionalmente, resultaron útiles las lecciones aprendidas sobre el manejo financiero anticíclico, aunque persistían (y aún lo hacen) los desafíos en materia de provisión adecuada de infraestructura de todo tipo.

En apoyo de dicha semi-separación, Colombia logró aplicar una política monetaria anticíclica, por primera vez en su historia, donde se dieron tres elementos clave para ello: i) la separación institucional del BR respecto del Ejecutivo; ii) el anclaje de las expectativas de inflación, gracias al éxito del esquema de I-O; y iii) la flotación cambiaria, donde el cambio deliberado en la estructura de la deuda pública a favor de su denominación en moneda local (TES) permitió enfrentar las marcadas fluctuaciones internacionales de los portafolios.

También le resultó favorable al país el buen manejo fiscal. Frente a la crisis de 2008-2009, las autoridades adoptaron buenos esquemas de “estabilizadores automáticos” fiscales y en las épocas de buenos recaudos (2010-2011) se evitaron las adiciones presupuestales.

A continuación analizaremos el comportamiento de algunas variables macroeconómicas clave durante la crisis de 2008-2009.

1. Crecimiento económico

Tras la grave crisis hipotecaria de 1998-1999, la economía colombiana entró en una fase de franca recuperación, logrando expansiones promedio del 5.5% por año en 2003-2007 (disfrutando de la fase ascendente del Súper Ciclo de *Commodities*). Sin embargo, dicha recuperación fue interrumpida por el contagio de la crisis internacional de 2008-2009. Por ejemplo, el PIB-real se desaceleró hacia crecimientos del 2.6% por año durante dicho período frente al potencial del 4.5% (ver gráfico 2).

Allí, los sectores más afectados fueron la industria, contrayéndose a ritmos del -1.8% por año en 2008-2009 (vs. +6.3%/año en 2003-2007); y el agro, cayendo un -0.5% anual en el mismo período (vs. +3% anual). Este resultado ya campaneaba algunas de las afectaciones que habrían de sufrir el agro y la industria por cuenta de la Enfermedad Holandesa proveniente del auge minero-energético.

En efecto, el sector de minas y canteras fue el sector que registró el crecimiento más elevado durante 2008-2009, expandiéndose un 10.2% por año. Ello, junto con el favorable comportamiento del sector de la construcción, alcanzó a compensar las contracciones de la industria y el agro, ya mencionadas. En particular, la construcción estuvo jalonada principalmente por las obras civiles (expandiéndose un 8.7% anual en 2008-2009), aunque las edificaciones lograron mantener crecimientos del 5.9% anual en dicho período.

Con relación a la demanda interna, esta también mostró una marcada desaceleración, expandiéndose un 2.5% por año en 2008-2009 (vs. 6.6% anual en 2003-2007). Allí, los mayores deterioros corrieron por cuenta de la inversión (4.3% vs. 13.7%) y el consumo de los hogares (2% vs. 4.9%). En efecto, la relación FBKF/PIB, que había alcanzado valores del 25% en 2008, descendió hacia el 24% en 2009. Al interior de la FBKF, los rubros de equipo de transporte (-2.9% anual en 2008-2009 vs. +26.4% anual en 2003-2007) y maquinaria-equipos (+1.5% vs. +20.2%) registraron las mayores disminuciones.

Después del menor crecimiento logrado en 2008-2009 por cuenta del mencionado contagio de la crisis internacional, el país logró volver a registrar crecimientos del 4%-5% anual durante 2010-2012. Esto, gracias al impulso proveniente del sector minero-energético, aumentando su contribución al PIB-real de 0.1pps/año a casi 1pp/año en 2007-2012. Lo anterior estuvo apalancado en un importante flujo de recursos de Inversión Extranjera Directa (IED) hacia el sector minero-energético. Este sector acaparó un 50%-76% del total recibido bajo IED durante 2007-2012, con niveles pico de US\$7.500 millones por año durante 2011-2012 (equivalentes a unos dos puntos del PIB).

Así, a diferencia de la crisis hipotecaria 1998-1999, en esta ocasión la crisis internacional no tuvo un efecto contractivo sobre la economía sino de desaceleración. La posibilidad de hacer política monetaria y fiscal (estabilizadores automáticos) contracíclica y el auge minero-energético evitaron mayores afectaciones sobre el Producto.

2. Empleo

El menor crecimiento de la economía durante el período de turbulencia internacional de 2008-2009 estuvo acompañado por un incremento en la tasa de desempleo, llegando a valores del 11.3%-12% en dichos años (ver gráfico 4). Ello implicó aumentos del 0.4% por año en los niveles de desempleo frente a las reducciones de casi un 1% observadas en 2003-2007.

Sin embargo, cabe destacar que la reducción del desempleo observada en los años anteriores a la crisis de 2008-2009 estuvo en parte apalancada en la menor participación laboral, pues la Tasa Global de Participación (TGP) se redujo en promedio 0.8pps durante ese período. Por el contrario, la TGP mostró un incremento promedio de 1.5pps en 2008-2009, presionando aún más la dinámica del mercado laboral. Esa mayor participación laboral obedeció en alguna medida al menor envío de remesas desde el exterior, las cuales llegaron a US\$4.145 millones en 2009 frente al pico de US\$4.842 millones de 2008, afectadas a su vez por la crisis internacional (ver Anif, 2012)

Dicho aumento en la participación laboral continuó en 2010-2012, pues la TGP ascendió hacia el 64.5% en 2012 (vs. 62.7% en 2010), traduciéndose en incrementos de 1.1pps/año. La buena noticia es que ello, a su vez, estuvo acompañado por un descenso en el desempleo desde niveles del 11.8% al 10.4% durante dicho período, implicando caídas de -0.6pps/año.

Esta buena dinámica estuvo apalancada en el satisfactorio desempeño de la economía, con expansiones del 4.9% por año durante 2010-2012 (superando el potencial del 4.5%). Ello sugiere la existencia de una relación ligeramente inversa entre la aceleración del crecimiento del PIB-real y la reducción en la tasa de desempleo.

3. Inflación

Después del recalentamiento de 2006-2007 (habiendo incumplido el BR su meta de inflación por dos años consecutivos), el estallido de la crisis financiera implicó una segunda fase de “desinflación fortuita” en el país. En efecto, la

inflación de redujo del 7.7% en 2008 al 2% en 2009, permitiendo al BR anunciar en 2010, la fijación de la meta de inflación como la meta de largo plazo (2%-4%) por primera vez en la historia (ver gráfico 5).

Esa disminución de la inflación obedeció principalmente a los menores precios de los alimentos (-0.3% en 2009), revirtiendo el choque alcista de 2008 (+13.2%). Además, la menor dinámica de la demanda interna (expandiéndose solo un 0.3% anual en 2009) no generó presiones sobre la inflación básica, la cual también descendió hacia el 2.9% en 2009 (vs. 5.1% en 2008).

En los años pos-crisis 2008-2010, en los que la economía del país recobró su ritmo de crecimiento histórico, la inflación continuó ubicándose en el rango meta de largo plazo del BR, cerrando con valores del 2.4% en 2012. No obstante, cabe destacar que en 2010-2011 hubo ciertas presiones alcistas por el lado de los alimentos por efecto de la temporada de lluvias de dichos años.

4. Tasa de cambio real

Posterior a la liberación de la tasa de cambio hacia el esquema de flotación administrada, durante el período 2003-2012, Colombia experimentó un desalineamiento cambiario producido por la prolongada Enfermedad Holandesa, dados los excesos de liquidez mundial y los influjos de IED dirigidos hacia el sector minero-energético. Por ejemplo, la tasa de cambio real mostró una apreciación acumulada del 68% en 2003-2012, con un leve respiro durante 2008-2009 (producto de la crisis internacional), ver gráfico 6.

En efecto, en el período comprendido entre junio de 2008-febrero de 2009, la tasa de cambio real exhibió una depreciación del 27% (revirtiendo la tendencia observada en los años anteriores). Esto, debido a la mayor incertidumbre en los mercados financieros por cuenta de la profundización de la crisis internacional a mediados de 2008 ante la quiebra de Lehman Brothers.

Sin embargo, las medidas tomadas por el gobierno y el BR permitieron que dicha tasa de cambio real retomara su tendencia de apreciación en marzo de 2009. Entre las medidas, se destacan: i) se revocó la estadía mínima para la

IED y se eximió a los flujos para compras de acciones de depósito obligatorio; ii) se eliminó el control de capitales, conservando únicamente el techo de apalancamiento de los intermediarios financieros; y iii) se activó el mecanismo de subasta y el BR vendió reservas por US\$235 millones (Banco de la República, 2009).

Así, el esquema de flotación permitió que la economía se acomodara más fácilmente a sus fundamentales y no restringió el uso de la política monetaria para sostener esquemas semi-fijos como las bandas reptantes. Esto también ayudó a evitar una contracción mayor del PIB en estos años de crisis internacional.

5. Cartera

Después de la crisis hipotecaria de 1998-1999, la cartera crediticia mostró signos de recuperación a partir de 2004, impulsada por la dinámica de la demanda interna y las bajas tasas de interés. Ello llevó a la cartera a promediar crecimientos desbordados del 24% anual en 2004-2007 (duplicando el crecimiento del PIB-nominal), ver gráfico 7.

Lo anterior llevó al BR a aplicar medidas macro-prudenciales para moderar el crecimiento de la cartera, implementando encajes marginales no remunerados sobre las captaciones en mayo de 2007 (Resolución Externa 07 de 2007). Posteriormente, luego de casi un año de vigencia, dicho encaje marginal se desmontó y fue sustituido por incrementos en los encajes ordinarios (Resolución Externa 05 de 2008).

Hacia finales de 2008-2009, dichas modificaciones en los encajes habían cumplido con su objetivo de reforzar la política monetaria. En consecuencia, se moderó el crecimiento de la cartera hacia el 17.9% en 2008 y el 2.6% en 2009. Incluso, este último resultado representó una expansión de tan solo un 0.6% en términos reales, afectado por la coyuntura de desaceleración de la economía.

En términos de calidad, el indicador de cartera vencida mostró solo ligeros aumentos en el período de crisis, ubicándose en niveles del 4.1%-4.2% (vs.

3.3% en 2007). Claramente, el efecto sobre el *stock* de cartera y su calidad fue totalmente diferente al período de crisis 1998-1999. En esta oportunidad, los efectos sobre la calidad fueron menores y se dieron desaceleraciones pero en línea con el menor crecimiento del PIB real.

6. Tasas de interés

El estallido de la crisis internacional en 2008 llevó al BR a reducir drásticamente su tasa repo del 10% observado a finales de 2008 a niveles récord del 3% a mediados de 2010 (ver gráfico 8). En particular, este choque negativo externo amplió el margen de maniobra a nivel monetario principalmente por: i) expansiones del PIB-real local del +1.7% en 2009 (vs. contracciones del -1.7% en América Latina); ii) una segunda fase de “desinflación fortuita”, en donde la debilidad de la demanda interna y externa redujo la inflación del 8% en 2008 al 2% en 2009, como ya se comentó; y iii) la desaceleración del crédito, cuyo crecimiento pasó del 20%-30% en 2006-2007 al 10% en 2008-2009.

En línea con la disminución de la repo, la DTF exhibió una disminución, pasando del 10% registrado a finales de 2008 a niveles del 3.5% a mediados de 2010.

Solo a partir de 2011, el BR retomó el ciclo alcista en su tasa repo, teniendo en cuenta la relativa estabilidad de la inflación en el rango meta de largo plazo y el buen crecimiento del PIB-real (con crecimientos del 4% en 2010 y del 6.6% en 2011). Al mismo tiempo, la cartera dinamizó su crecimiento, exhibiendo ritmos promedio del 18% en 2011 y el primer semestre de 2012. Así, el BR incrementó la repo en 225pbs entre febrero de 2011 y febrero de 2012, con lo cual esta se ubicó en el 5.25%. A su vez, la DTF aumentó del 3.5% al 5.3% en el período de análisis.

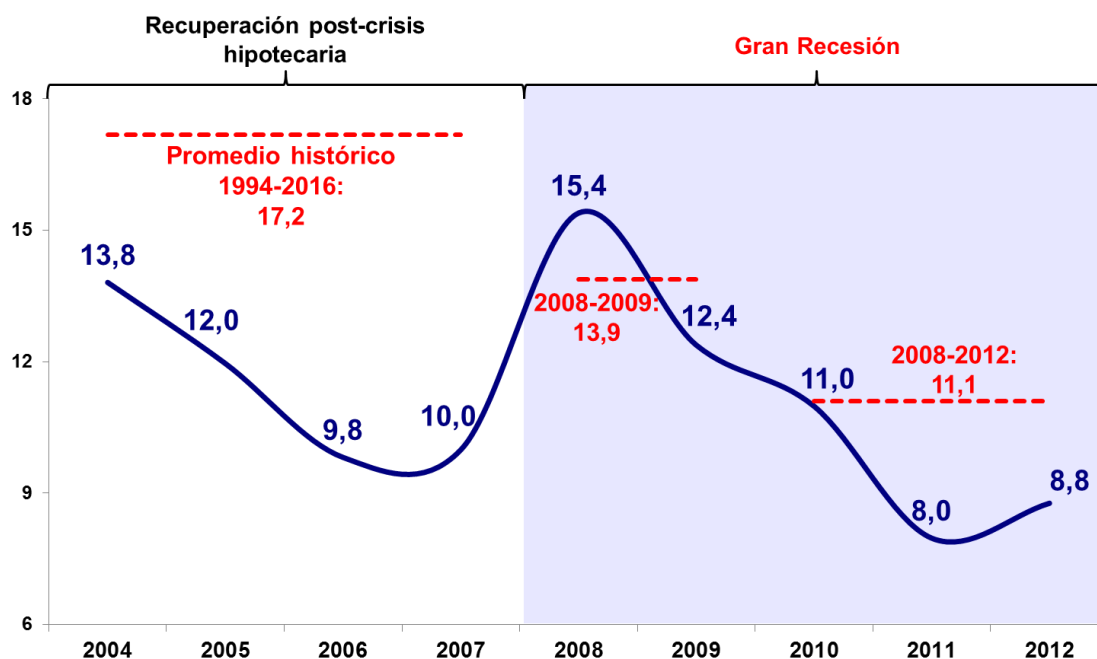
Así, el comportamiento de las tasa de interés si marca una diferencia entre los períodos 1998-1999 y 2008-2012 y sus efectos sobre el Producto. En el primer caso, la política monetaria era rehén del sistema cambiario. En el segundo

caso fue posible aplicar una política anticíclica que atenuara el ciclo de desaceleración económica.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el índice de sufrimiento macroeconómico promedió niveles del 11.1% durante el período de Gran Recesión 2008-2012 (ver gráfico 10). Allí, la mencionada adopción del régimen de flotación (septiembre de 1999) y la implementación del esquema de I-O (octubre de 2000) le permitieron al BR aplicar una política monetaria contracíclica tras el estallido de la crisis financiera internacional en 2008-2009 (donde el indicador promedió niveles del 13.9%). También le resultó favorable al país: i) recurrir a los “estabilizadores automáticos” fiscales, evitando recortar el gasto público por cuenta de los menores recaudos tributarios (llevando el déficit del Gobierno Central del 2% del PIB en 2008 al 4% del PIB en 2009-2010); y ii) el impulso proveniente por el auge del sector minero-energético, aportándole 0.6pps de crecimiento al PIB-real durante 2008-2009.

Todo ello le permitió al país “capotear” la difícil situación producida por el riesgo sistémico global sin caer en una “retracción del crédito” y, además, evitando “contracciones del Producto” (ver Anif, 2010). En efecto, durante el peor momento de la Gran Recesión (2008-2009), el PIB-real logró promediar expansiones del 2.6% por año, mientras que la tasa de desempleo se estabilizó en el 12%. Por su parte, la inflación terminó ubicándose por primera vez en la historia dentro del rango meta de largo plazo del BR (2%-4%) en 2009 por cuenta de una segunda fase de “desinflación fortuita” en el país.

**Gráfico 10. Índice de Sufrimiento Macroeconómico
(Inflación + Desempleo - Crecimiento económico)
(%, 2004-2012)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

IV. El fin del Súper Ciclo de *Commodities* y la desaceleración de 2015-2016

Durante el período de “semi-separación” de la crisis internacional (2010-2012) se dieron condiciones objetivas como para pensar que América Latina podría replicar el éxito del mundo emergente asiático. Entre ellas cabe resaltar las siguientes: i) la región no mostraba señales de tensiones financieras, pues se habían superado las crisis hipotecarias (incluyendo la de Colombia durante 1998-1999); ii) nos habíamos beneficiado de un gran auge de *commodities*, favoreciendo las exportaciones de alimentos (Brasil y Argentina), energía (México y Colombia) y minerales (Chile y Perú); y iii) el control de la inflación y la flotación cambiaria (con excepción de Argentina) habían contribuido a la estabilización fiscal, gracias al buen desempeño de sus empresas públicas y a la facilidad de los gobiernos para financiarse con deuda interna (llevándola a representar cerca de un 80% del total y promediando cerca de un 40% del PIB a nivel regional), ver Anif, 2014.

En efecto, se postulaba que América Latina podría sostener expansiones del 6% anual, aun si el mundo desarrollado tan solo crecía a tasas del 2% anual. Sin embargo, durante 2013-2015 han sido evidentes las fragilidades estructurales de dichos mercados emergentes ante la reversa en el Súper Ciclo de *Commodities*. De hecho, ya se había dado una corrección importante en el componente de minerales, afectando en la región a Chile y Perú, entre otros. Durante 2014-2015, dicha corrección se ha extendido al componente de energéticos, llevando el precio del petróleo (Brent) a promediar US\$54/barril en lo corrido del año a septiembre de 2015. Ello ha implicado caídas acumuladas del 50% en los referentes internacionales respecto de las cotizaciones de mediados de 2014.

Todo esto, con el agravante de haber desperdiciado el período de auge (2003-2012) para haber avanzado en las reformas estructurales necesarias (con particular relevancia para Colombia en los frentes de infraestructura, pensional-laboral y tributario).

En particular, la desaceleración global (antes comentada) plantea serios desafíos para Colombia en el período 2015-2016, pues el país ha empezado a ser visto como otra economía con un alto riesgo de deterioro macroeconómico externo y fiscal. Su elevada exposición a los *commodities* (un 71% de su canasta exportadora) también se refleja en una fuerte dependencia fiscal hacia los mismos (cerca al 20% del total de los ingresos públicos consolidados durante el período 2013-2014), ver Anif, 2015b.

A continuación analizaremos el comportamiento reciente de algunas variables macroeconómicas clave y su dinámica esperada ante la coyuntura de desaceleración de 2015-2016.

1. Crecimiento económico

El estancamiento de la locomotora minero-energética (en términos de volumen) empezó a materializarse en 2013-2014. Allí, las brechas de incumplimiento respecto a las metas trazadas en el Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014 alcanzaron niveles de 100 kbpd en petróleo (-8% frente a la meta) y unos 10-25

millones de toneladas/año en el caso del carbón (-28%). Ello, debido principalmente a problemas estructurales, donde se destacan: i) la incertidumbre jurídica en lo referente a la obtención de licencias ambientales y las consultas previas con las comunidades; y ii) la deficiente infraestructura minero-energética, con el agravante de los recurrentes atentados-voladuras por parte de los grupos armados.

Todo ello se tradujo en menores crecimientos del sector minero-energético, expandiéndose a ritmos del 2.6% por año en 2013-2014 vs. 10%/año en 2010-2012, disminuyendo su contribución al PIB de casi 1pp a solo 0.2pps.

La buena noticia es que ese menor desempeño del sector minero-energético fue compensado por el sector de la construcción, el cual registró expansiones del 10.7%/año en 2013-2014 (vs. 4.7% anual en 2010-2012). Allí, tanto las edificaciones (9.3%/año en 2013-2014 vs. 3.2%/año en 2010-2012) como las obras civiles (12.1% vs. 6.3%) registraron crecimientos satisfactorios. Estos estuvieron impulsados por, en el primer caso, los programas de vivienda del gobierno (PIPE I) y, en el segundo caso, los mayores niveles de inversión en infraestructura de transporte (llegando a valores del 3% del PIB en 2014 vs. 2% del PIB en 2010).

De esta manera, el PIB-real registró expansiones promedio del 4.7% anual en 2013-2014, nivel ligeramente inferior al 4.9% de 2010-2012 (ver gráfico 2).

Desafortunadamente, además de los lastres volumétricos, ahora el sector minero-energético enfrenta una reversión en sus precios, implicando descensos en los precios del petróleo (Brent) hacia niveles de US\$54/barril en lo corrido del año a septiembre de 2015, traduciéndose en una caída acumulada del orden del 50% desde mediados de 2014. Ello estaría reduciendo el crecimiento del PIB-real hacia el 2.8% en 2015 y el 2.5% en 2016.

Este menor crecimiento del PIB-real ya tiene descontado el efecto del fin del auge minero-energético sobre el desempeño de la construcción. Recordemos que el *boom* de los *commodities* apalancó el repunte de los precios de la vivienda durante 2005-2014, ubicándose entre un 25%-50% por encima de su

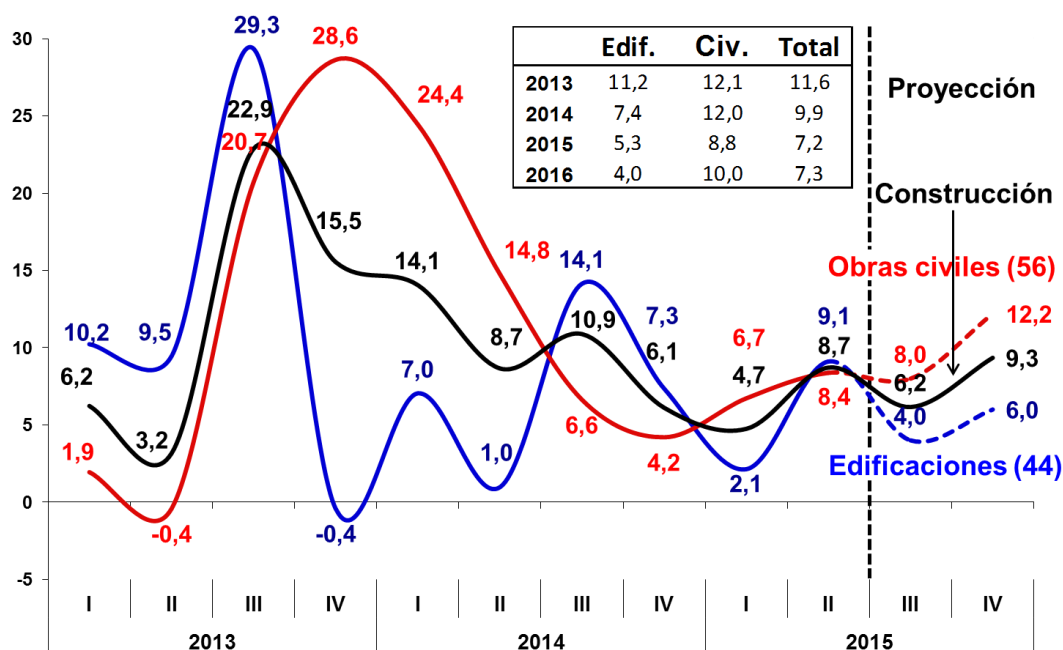
promedio histórico real, generando preocupación sobre la existencia de una burbuja hipotecaria en Colombia (ver gráfico 3). Más recientemente, se ha experimentado una favorable corrección a la baja, dada la coyuntura del fin del auge minero-energético, teniéndose como atenuante el hecho de que no se trata de una “burbuja hipotecaria apalancada en crédito bancario” como en 1993-1997, sino más bien un ligero “pinchazo” de una burbuja que no exhibe marcados apalancamientos financieros. En efecto, actualmente el crédito hipotecario representa solo el 5.4% del PIB (vs. 9%-10% del PIB en 1993-1997), lo cual implica que dicha burbuja no tenía “potencial riesgo sistémico”.

Esta corrección en los precios de la vivienda sugiere un menor dinamismo en las edificaciones para 2015-2016. En efecto, nuestros modelos indican que este rubro estaría desacelerándose hacia crecimientos en el rango 4%-5.5% por año en 2015-2016 (vs. 9% anual en 2013-2014), ver gráfico 11. Allí, el impulso proveniente de los subsidios públicos de vivienda anunciados bajo el PIPE 2 (como FRECH III y “Mi Casa Ya”) estarían siendo contrarrestados por: i) la desaceleración de la economía hacia valores del 2.5%-3% en el período de análisis por cuenta del fin del auge minero-energético, como ya se mencionó; ii) el deterioro en los niveles de confianza del consumidor, donde el balance de respuestas del Índice de Confianza del Consumidor (calculado por Fedesarrollo) ha tocado recientemente mínimos históricos, debido a la coyuntura de desaceleración; y iii) el aumento en la tasa-repo del BR hacia niveles del 5.5% al cierre de 2015 (vs. 4.5% en 2014) y probablemente hacia el 5.75% en 2016, aumentando el costo del financiamiento.

Dicha desaceleración en las edificaciones no lograría ser jalonada por el desempeño de las obras civiles, las cuales estarían expandiéndose a ritmos del 9.4%/año en 2015-2016 frente al 12%/año en 2013-2014. Ello implica menores ritmos de ejecución, particularmente en las obras de infraestructura diferente a las de transporte, como por ejemplo la construcción para la minería (dada la coyuntura de desaceleración del sector). Allí el impulso provendría principalmente del programa vial 4G, aunque su efecto se estaría reflejando más en la dinámica de las obras civiles en 2016-2018, de acuerdo con el cronograma de inversiones.

Todo lo anterior se reflejaría en una disminución en la dinámica de la construcción, expandiéndose a ritmos del 7.2%-7.3% anual en 2015-2016 (vs. 11% anual en 2013-2014).

**Gráfico 11. Crecimiento del sector construcción
(%, 2013-2015)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Peor aún, los factores de volatilidad internacional podrían sugerir mayores desaceleraciones en 2015-2016. Dichos factores son múltiples: i) la volatilidad proveniente de China, dado el rasgamiento de la burbuja en su renta variable y la devaluación “administrada” del yuan (propiciando salidas de capital hacia el mundo desarrollado); ii) la frágil negociación de un tercer paquete de salvamento a Grecia; iii) nuevos descensos en los precios del petróleo hacia la franja US\$45-50/barril en el Brent (vs. US\$64-66/barril de meses atrás), dado el impacto prospectivo de la mayor oferta de Irán y la menor demanda de China; y iv) las marcadas devaluaciones de las monedas emergentes frente al dólar, propiciando riesgos de “frenazos financieros súbitos” (como en los años 1997-1999).

2. Empleo

El satisfactorio crecimiento del PIB-real de los últimos años permitió apalancar menores tasas de desempleo. En particular, las expansiones del 4.7% anual observadas en 2013-2014 llevaron dicha tasa a niveles de un dígito (9.1%-9.6%), por última vez observados en 1995 (ver gráfico 4). Con ello, Colombia empezó a acercarse a sus niveles de desempleo de largo plazo (NAIRU), estimados por Anif en el 9%.

Ahora, la coyuntura de desaceleración económica de 2015-2016 representa un gran desafío en el frente laboral para Colombia. Esto es agravado por las presiones derivadas del estrechamiento del mercado laboral por acercamientos hacia los umbrales del NAIRU.

Para 2015, se espera que la tendencia de reducción de la tasa de desempleo observada en el primer semestre del año exhiba una leve corrección alcista, siendo ello consistente con la menor dinámica pronosticada para la actividad económica. Así, se prevé que la tasa de desempleo promedio en 2015 permanezca estable en los niveles de 2014 (9.1%). Para 2016, la prolongada desaceleración económica se estaría traduciendo en un incremento en la tasa de desempleo hacia el 9.4%. Esto significa que el desempleo sufriría levemente los efectos de la desaceleración económica, pero no tanto el de mayor participación laboral que actualmente ya se encuentra en elevados niveles de 64.3%.

A futuro, las mayores ganancias en términos de empleo deberán estar apalancadas en reformas estructurales de flexibilización del mercado laboral. Por esa razón, resultará necesario ahondar sobre lo alcanzado en la Ley 1607 de 2012 en materia de parafiscalidad, empezando con el desmonte de la contribución del 4% sobre la nómina que va a las Cofamiliares (ver Clavijo *et al.*, 2015a).

3. Inflación

Durante 2013-2014, se observaron tasas de inflación promedio del 2.8% por año. Allí jugaron a favor factores como: i) la reforma tributaria de 2012 (Ley 1607 de 2012), disminuyendo los impuestos indirectos de los combustibles y algunos alimentos fuera del hogar; y ii) el buen clima, manteniendo la inflación de alimentos en niveles del 0.8% en 2013 y del 3% en el primer semestre de 2014 (ver gráfico 5).

Sin embargo, la inflación empezó a mostrar presiones alcistas a partir de finales de 2014. En efecto, al corte de octubre de 2015, dicha inflación alcanzó niveles del 5.89% anual, alejándose considerablemente del límite superior del rango meta del BR. Dicho desborde se explica por las presiones inflacionarias provenientes de: i) los mayores costos de los productos importados (vía *pass-through*); y ii) los altos precios de los alimentos-energía por la presencia del Fenómeno del Niño.

Para lo que resta de 2015 no se espera una corrección en la tendencia alcista de la inflación, pues ninguna de las presiones estaría mitigándose. Teniendo esto en cuenta, la inflación probablemente estaría cerrando en niveles del 6.7% anual en 2015.

Para 2016, se espera que las presiones inflacionarias cedan y la trayectoria de la inflación retome su rango meta durante el segundo semestre. Ello estaría influenciado por: i) una menor transmisión de costos vía importados, donde la devaluación peso-dólar se ubicaría en el rango 5%-10% (vs. 35% promedio anual en 2015); ii) el desvanecimiento del Fenómeno del Niño y unas condiciones climáticas “relativamente” normales al cierre del año; y iii) una desaceleración de la demanda agregada, con un crecimiento del PIB-real del 2.5% para 2016. Así, a diferencia de los otros dos períodos estudiados, en esta ocasión no habría “desinflaciones fortuitas” sino presiones al alza procedentes de factores de oferta (no controlables) y por la devaluación de la tasa de cambio peso/dólar.

4. Tasa de cambio real

Tras el desalineamiento cambiario producido por la prolongada Enfermedad Holandesa durante 2003-2012, la tendencia de apreciación de la tasa de cambio real se ha revertido producto del mencionado fin del “auge minero-energético” (tanto en volúmenes como en precios) y de las perspectivas de normalización monetaria del Fed en Estados Unidos. El único alivio temporal provino del incremento del 3% al 8% en la ponderación de Colombia en el índice de deuda soberana de J.P. Morgan, implicando influjos de capital cercanos a los US\$9.000 millones durante 2014.

Lo anterior ha implicado pasar de apreciaciones acumuladas del 13.5% durante 2010-2012 hacia devaluaciones del 20.5% en 2013-2014 y probablemente del 35% en 2015 y del 5% en 2016 (ver gráfico 6). De esta manera, la flotación cambiaria ha aplicado en los dos sentidos: primero una revaluación sostenida ante los síntomas de Enfermedad Holandesa; y luego, una devaluación acelerada ante la caída en el precio de los *commodities* energéticos.

5. Cartera

Después de la recuperación de la crisis de 2008-2009, la cartera crediticia exhibió expansiones elevadas del 19.5% anual en 2010-2011. En particular, preocupaba la aceleración de la cartera de consumo (a ritmos del 25% anual al cierre de 2011) y los elevados crecimientos de su saldo vencido (14.6%), (ver gráfico 7).

No obstante, dichos comportamientos lograron moderarse gracias a alzas oportunas en las tasas de interés por parte del BR y a la adopción de medidas microprudenciales por cuenta de la Superintendencia Financiera durante 2011-2012. De esta manera, el crecimiento de la cartera mostró un “aterrizaje suave”, creciendo a tasas promedio del 14% anual durante 2012-2014.

Para el período 2015-2016, se espera una mayor moderación en la cartera, expandiéndose a tasas del 12.3% en 2015 y del 9.1% en 2016, en línea con la menor dinámica de la economía y el aumento en las tasas de interés. Aun con

ello, la relación Cartera/PIB se mantendría en niveles del 45%-46%, pues dicha cartera continuará expandiéndose por encima del PIB-nominal.

6. Tasas de interés

En lo corrido de 2014, el BR consideró que la mayor dinámica de la demanda interna (con crecimientos del PIB-real del 5.3% anual durante el primer semestre de 2014 vs. 3.8% un año atrás) y el acercamiento de la inflación hacia el límite superior del rango meta del BR eran consistentes con una política monetaria menos expansiva. Esto llevó al BR a aumentar su tasa repo en 125pbs durante abril-agosto de 2014, llevándola al 4.5% (ver gráfico 8). En línea con dicho incremento de la repo, la DTF exhibió un aumento, pasando del 3.8% al 4.4% en 2014.

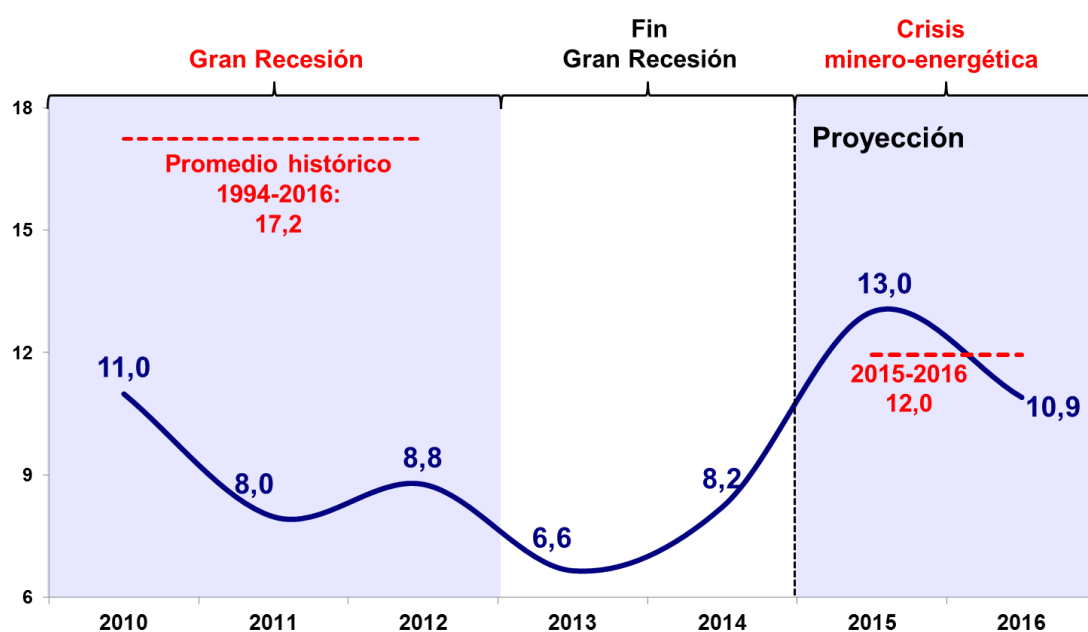
Desafortunadamente, la lectura macroeconómica se ha venido deteriorando producto del mencionado fin del auge minero-energético, sugiriendo un escenario de mayor tensión externa. Ello implicaría: i) expansiones del PIB-real en el rango 2.5%-2.8% durante 2015-2016 (junto con pérdidas de 0.5pps en el crecimiento potencial, situándose en niveles cercanos al 4% vs. el 4.5% histórico); ii) desbalances externos del 6% del PIB, acarreando devaluaciones nominales promedio cercanas al 35%; y iii) una inflación a tasas del 6.7% a finales de 2015, por cuenta de las presiones de costos vía *pass-through*, agravadas por el choque de los alimentos por la presencia del Fenómeno del Niño.

Esto último, llevó a que el BR actuara elevando su tasa repo en 75pbs en septiembre-octubre de 2015, llevándola al 5.25%. Sin embargo, se estima que los riesgos de desanclaje inflacionario llevarán al BR a elevar dicha tasa hacia el 5.5% antes de finalizar 2015, y probablemente elevarla al 5.75% en 2016. En consecuencia a diferencia del período 2008-2010, la política monetaria no podría ser contracíclica, pero no por efectos de arreglo institucional (como en 1998-1999) sino por la coyuntura inflacionaria, agravada por problemas de índole climático.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el índice de sufrimiento macroeconómico estaría promediando valores del 12% en el período de desaceleración de 2015-2016 (ver gráfico 12). Ello sería el resultado de crecimientos promedio del 2.7% y una tasa de desempleo aumentando hacia niveles superiores al 9%. Por su parte, la inflación estaría desbordando notoriamente el límite superior del rango meta del BR en 2015 (llegando al 6.7% al cierre del año), por cuenta de: i) los mayores costos (vía *pass-through*) por cuenta de la devaluación peso-dólar promedio año del 35% en 2015; y ii) los altos precios de los alimentos-energía, como resultado del Fenómeno del Niño (hasta el primer trimestre de 2016). Esto último implicaría que el BR no estaría en la capacidad de aplicar políticas contracíclicas.

Allí, el fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios), con descensos en los precios del petróleo (Brent) hacia US\$50-60/barril implicaría desafíos estructurales en los frentes de: i) menores crecimientos potenciales, bajándonos del 4.5% histórico hacia el rango 3.5%-4%; y ii) desbalances en los déficits gemelos, llegando a niveles del 6% del PIB en la cuenta corriente en 2015 (vs. 5.2% del PIB en 2014) y al 3% del PIB en el déficit fiscal (vs. 2.4% del PIB).

**Gráfico 12. Índice de Sufrimiento Macroeconómico
(Inflación + Desempleo - Crecimiento económico)
(%, 2010-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

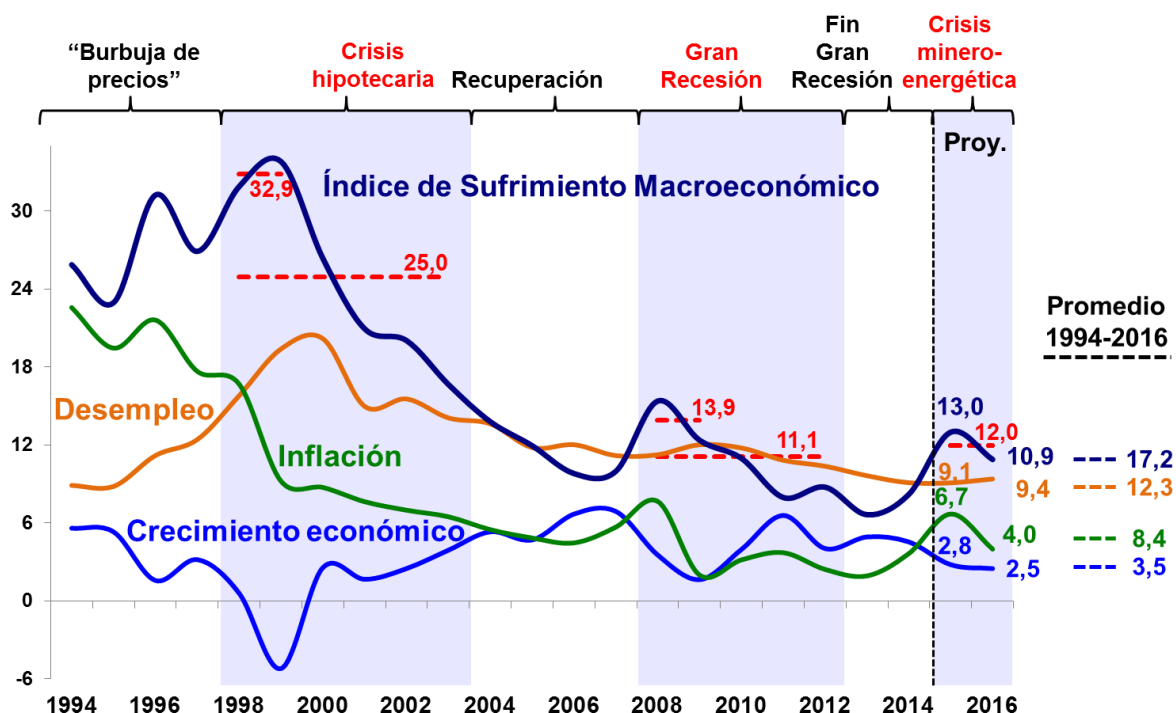
V. Conclusiones

Hemos visto cómo las más recientes crisis económicas afectaron (o estarán afectando) el desempeño macroeconómico del país. Una herramienta útil para comparar lo ocurrido en cada uno de los períodos analizados proviene del mencionado “índice de sufrimiento macroeconómico”.

Dicho índice muestra que las mayores afectaciones a la actividad económica ocurrieron en la crisis hipotecaria de 1998-2003, cuando el “sufrimiento macroeconómico” llegó a niveles del 25% (o incluso a niveles del 32.9% en 1998-1999 vs. el promedio histórico del 17.2%, ver gráfico 13), ver cuadro 1. Allí, la defensa del sistema de bandas cambiarias no le permitió al BR aplicar una política monetaria contracíclica. En efecto, el BR se vio obligado a subir su tasa repo del 27% al 32% en 1998 y mantenerla en niveles elevados del 24% al inicio de 1999, debilitando aún más la economía (promediando crecimientos del -2.3% por año en 1998-1999, con un disparo de la tasa de desempleo hacia el 19% en 1999). Además, dicha defensa de las bandas cambiarias imposibilitó “reconciliar” las metas de inflación del BR con las cambiarias, por lo que la inflación promedió niveles del 13% anual en 1998-1999.

Adicionalmente, la obstinada defensa del sistema de bandas cambiarias y el aumento de las tasas de interés del BR tuvieron el agravante de tener atada la corrección monetaria (UPAC) a la DTF, afectando significativamente las cuotas del servicio de la deuda hipotecaria de muchos hogares colombianos. Esto derivó en el disparo de la relación *Loan-to-Value* a niveles superiores al 50% (llegando incluso a superar el 100%), donde los deudores se vieron en la necesidad de entregar sus bienes en dación de pago. Ello afectó considerablemente los estados financieros de los bancos por cuenta los mayores niveles de cartera morosa. En efecto, el cuadro 2 muestra cómo el índice de cobertura hipotecario exhibió valores del 24.6% (promedio) durante la crisis de 1998-2003 (vs. el promedio histórico del 54.8%), mientras que el indicador de calidad se deterioró hacia niveles del 17.9% durante el mismo período (vs. 8.8%).

**Gráfico 13. Índice de Sufrimiento Macroeconómico
(Inflación + Desempleo - Crecimiento económico)
(%, 1994-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

**Cuadro 1. Índice de Sufrimiento Macroeconómico
(%)**

Período	Inflación (IPC) (1)	Desempleo (Nacional) (2)	Crecimiento (PIB-real) (3)	Sufrimiento macroeconómico (4)=(1)+(2)-(3)
Crisis hipotecaria (1998-2003)	9,3	16,7	1,0	25,0
Gran Recesión (2008-2012)	3,8	11,3	4,0	11,1
Crisis minero-energética (2015-2016)	4,7	9,3	2,7	12,0
Promedio histórico 1994-2016	8,3	12,3	3,5	17,2

Fuente: cálculos Anif.

Cuadro 2. Resumen: principales variables

		Crisis hipotecaria (1998-2003)	Gran Recesión (2008-2012)	Crisis minero- energética (2015-2016)
Inflación		Des-inflación fortuita	Anclaje a meta de largo plazo (2%-4%)	Re-enclaje a meta de largo plazo (2%-4%)
Manejo cambiario		Bandas-reptantes	<u>Flotación administrada</u>	<u>Flotación limpia</u>
Tasa de interés		Indexación a DTF	Manejo contra-cíclico	Enfrenta <i>pass-through</i>
Crédito Hipotecario		Burbuja apalancada	Inflación de activos (Colcap, TES, otros)	Des-inflación activos (no sobre-apalancamiento)
Solvencia y situación macro- prudencial	Índice de cobertura hipotecario	Muy bajo 24,6%	Bajo 80,4%	Adecuado 121,8%
	Calidad cartera hipotecaria	Mala 17,9%	Buena 3,5%	Muy buena 1,9%
	Loan-to-Value	Mayor al 100%	70%	50%

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

En contraste, la adopción del régimen de flotación (septiembre de 1999) y la implementación del esquema de I-O (octubre de 2000), le permitieron al BR aplicar una política monetaria contracíclica tras el estallido de la crisis financiera internacional en 2008-2009. Así, el BR redujo su tasa repo del 10% observado a finales de 2008 a niveles récord del 3% a mediados de 2010, suavizando el ciclo económico. Allí, también le resultó favorable al país: i) recurrir a los “estabilizadores automáticos” fiscales, evitando recortar el gasto público por cuenta de los menores recaudos tributarios (llevando el déficit del Gobierno Central del 2% del PIB en 2008 al 4% del PIB en 2009-2010); y ii) el impulso proveniente por el auge del sector minero-energético, aportándole 0.6pps de crecimiento al PIB-real durante 2008-2009.

Todo lo anterior le permitió al país “capotear” la difícil situación producida por el riesgo sistémico global sin caer en una “retracción del crédito” y, además, evitando “contracciones del Producto” (ver Anif, 2010). De hecho, el índice de sufrimiento macroeconómico se ubicó en niveles del 11.1% durante el período de Gran Recesión de 2008-2012 (o en niveles del 13.9% en el peor momento de dicha crisis). Así, el PIB-real logró promediar expansiones del 2.6% por año en 2008-2009, mientras que la tasa de desempleo se estabilizó en el 12%. Por

su parte, la inflación terminó ubicándose por primera vez en la historia dentro del rango meta de largo plazo del BR (2%-4%) en 2009 por cuenta de una segunda fase de “desinflación fortuita” en el país.

Además, a nivel macro-prudencial, la lección ya estaba en buena medida aprendida, tras la dolorosa crisis hipotecaria de 1998-2003. Así, durante el período de Gran Recesión, el indicador de cobertura hipotecario mostró niveles del 80.4%, considerablemente superiores al 24.6% de 1998-2003, mientras que la indicador de calidad exhibió niveles “buenos” del 3.5% (vs. 17.9% de 1998-2003).

Por último, el índice de sufrimiento macroeconómico sugiere que la crisis que estará enfrentando el país en 2015-2016 (ubicándose en el 12%) será menos severa al compararla con el período de crisis hipotecaria de 1998-1999 (32.9%) o de tensión financiera de 2008-2009 (13.9%). Por ejemplo, actualmente el índice de cobertura hipotecaria registra niveles del 121.8% (vs. 24.6% de 1998-2003 ó 80.4% de 2008-2012) y la calidad de esta cartera se ubica en valores del 1.9% (vs. 17.9% ó 3.5%).

Esto último, pese a la reciente corrección a la baja en los precios de la vivienda, después del repunte experimentado durante 2005-2014, ubicándose entre un 25%-50% por encima de su promedio histórico real, generando preocupación sobre la existencia de una “burbuja hipotecaria” en Colombia. Sin embargo, a diferencia de lo observado en 1993-1997, no se trata de una burbuja hipotecaria apalancada en crédito bancario, sino más bien un ligero “pinchazo” de una burbuja que no exhibe marcados apalancamientos financieros. En efecto, actualmente el crédito hipotecario representa solo el 5.4% del PIB (vs. 9%-10% del PIB en 1993-1997), lo cual implica que dicha burbuja no tenía “potencial riesgo sistémico.

Esta corrección en los precios de la vivienda sugiere un menor dinamismo en las edificaciones para 2015-2016 (expandiéndose en el rango 4%-5.5% vs. 9% anual en 2013-2014), aun con el impulso proveniente de los subsidios públicos de vivienda anunciados bajo el PIPE 2 (como FRECH III y “Mi Casa Ya”). El desempeño de las edificaciones estaría además afectado por: i) la desaceleración de la economía hacia valores del 2.5%-3% en el período de

análisis por cuenta del fin del auge minero-energético; ii) el deterioro en los niveles de confianza del consumidor, donde el balance de respuestas del Índice de Confianza del Consumidor (calculado por Fedesarrollo) ha tocado recientemente mínimos históricos, debido a la coyuntura de desaceleración; y iii) el aumento en la tasa-repo del BR hacia niveles del 5.5% al cierre de 2015 (vs. 4.5% en 2014) y probablemente hacia el 5.75% en 2016, aumentando el costo del financiamiento.

Dicha desaceleración en las edificaciones no lograría ser jalonada por el desempeño de las obras civiles, las cuales estarían expandiéndose a ritmos del 9.4%/año en 2015-2016 frente al 12%/año en 2013-2014. Ello implica menores ritmos de ejecución, particularmente en las obras de infraestructura diferente a las de transporte, como por ejemplo la construcción para la minería (dada la coyuntura de desaceleración del sector). Allí el impulso provendría principalmente del programa vial 4G, aunque su efecto se estaría reflejando más en la dinámica de las obras civiles en 2016-2018, de acuerdo con el cronograma de inversiones.

Todo lo anterior se reflejaría en una disminución en la dinámica de la construcción, expandiéndose a ritmos del 7.2%-7.3% anual en 2015-2016 (vs. 11% anual en 2013-2014).

Adicionalmente, el fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios), con descensos en los precios del petróleo (Brent) hacia US\$50-60/barril implicará desafíos estructurales en los frentes de: i) menores crecimientos potenciales, bajándonos del 4.5% histórico hacia el rango 3.5%-4%; y ii) desbalances en los déficits gemelos, llegando a niveles del 6% del PIB en la cuenta corriente en 2015 (vs. 5.2% del PIB en 2014) y al 3% del PIB en el déficit fiscal (vs. 2.4% del PIB). Además, en el corto plazo el BR no estará en la capacidad de aplicar políticas contracíclicas, debido a las presiones inflacionarias provenientes de: i) los mayores costos (vía *pass-through*) por cuenta de la devaluación peso-dólar promedio año del 35% en 2015; y ii) los altos precios de los alimentos-energía por la presencia del Fenómeno del Niño (hasta el primer trimestre de 2016).

Ello resalta la urgencia de tramitar reformas estructurales en los frentes tributarios, pensional y de flexibilización-laboral, como lo ha venido recomendando la OECD, entre otros. Además esto debería combinarse con reformas transversales (mantener el paso en materia de inversión en infraestructura y logística, para reducir los sobre costos de transporte) y sectoriales que eleven la productividad de la industria y el agro. Entre ellas se destacan: i) organizar la migración de recursos hacia sectores con potencial competitivo dentro de la industria; ii) establecer *clusters* regionales que permitan, mediante la acción coordinada público-privada, generar economías de escala-alcance; y iii) relocalizar geográficamente buena parte de la producción manufacturera hacia las costas Pacífica y Atlántica (ver Clavijo *et al.*, 2015b).

Referencias bibliográficas

- Anif (2006), “Fusiones y adquisiciones en el sector financiero colombiano: análisis y propuestas sobre la consolidación bancaria (1990-2006)”, junio de 2006.
- Anif (2010), “Crisis Financiera Internacional (2007-2009): lecciones para Colombia”, *Comentario Económico del Día* 5 de mayo de 2010.
- Anif (2011), “El crédito hipotecario en Colombia: evaluación del impacto regulatorio pos-crisis”, Documento elaborado para el BID. Mayo de 2011.
- Anif (2012), “Las remesas del exterior y la crisis internacional”, *Informe Semanal* No. 1116 de abril de 2012.
- Anif (2014), “Desaceleración Latinoamericana: ¿Cómo se comparan los casos de Perú vs. Colombia?”, *Comentario Económico del Día* 12 de noviembre de 2014.
- Anif (2015a), “Presupuesto General de la Nación de 2016: ¿Austeridad Inteligente?”, *Comentario Económico del Día* 22 de septiembre de 2015.
- Anif (2015b), “Déficits gemelos (externo y fiscal): Colombia vs. Estados Unidos”, *Informe Semanal* No. 1285 de septiembre de 2015.
- Banco de la República (1999), “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, marzo de 1999.
- Banco de la República (2009), “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, julio de 2009.
- Clavijo, S. (2000), “Reflexiones sobre política monetaria e inflación objetivo en Colombia”, Banco de la República, *Borradores Semanales de Economía*, febrero de 2000.
- Clavijo, S. (2001), “El régimen de flotación cambiaria en Colombia”, *Revista Carta Financiera* No. 119, julio-septiembre de 2001,
- Clavijo, S. (2002), “Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)”, Banco de la República, *Ensayos Sobre Política Económica*, febrero de 2002.
- Clavijo, S. (2005), “Virajes en política monetaria y cambiaria: el período 1998-2004”, Banco de la República, febrero de 2005.

- Clavijo, S., Rojas C.I., y González A. (2010), “La crisis financiera internacional: el tránsito hacia Basilea III”, Anif, noviembre de 2010.
- Clavijo, S., Vera A., Cuéllar E. y Ríos A. (2015a), “Costos no salariales en Colombia pos-ley 1607 de 2012”, Anif, octubre de 2015.
- Clavijo S., Vera A., Cuéllar E., Ríos A., Fandiño A. y Vera N. (2015b), “¿En qué va la Competitividad de Colombia?”, *Revista Carta Financiera* No. 170 de junio de 2015.
- Goldfeld, S.M. (1976), “The case of the missing money”, Banco de la República, *Brookings Papers on Economic Activity* No. 3, pp 683-730.
- Gómez, J.G. (2006), “La política monetaria en Colombia”, Banco de la República, *Ensayos Sobre Política Económica*, septiembre de 2006.
- Reinhart C.M. y Rogoff K.S. (2009), “The Aftermath of Financial Crises”, *NBER Working Paper* No. 14656, enero de 2009.
- Santamaría M. y Rojas N. (2001), “La participación laboral: ¿qué ha pasado y qué podemos esperar?”, DNP, Archivos de Economía No. 146, abril de 2001.
- Zárate J.P., Cobo A.L. y Gómez J.E. (2012), “Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetaria y financiera en Colombia”, Banco de la República, *Revista Ensayos Sobre Política Económica* No. 69 de diciembre de 2012.