

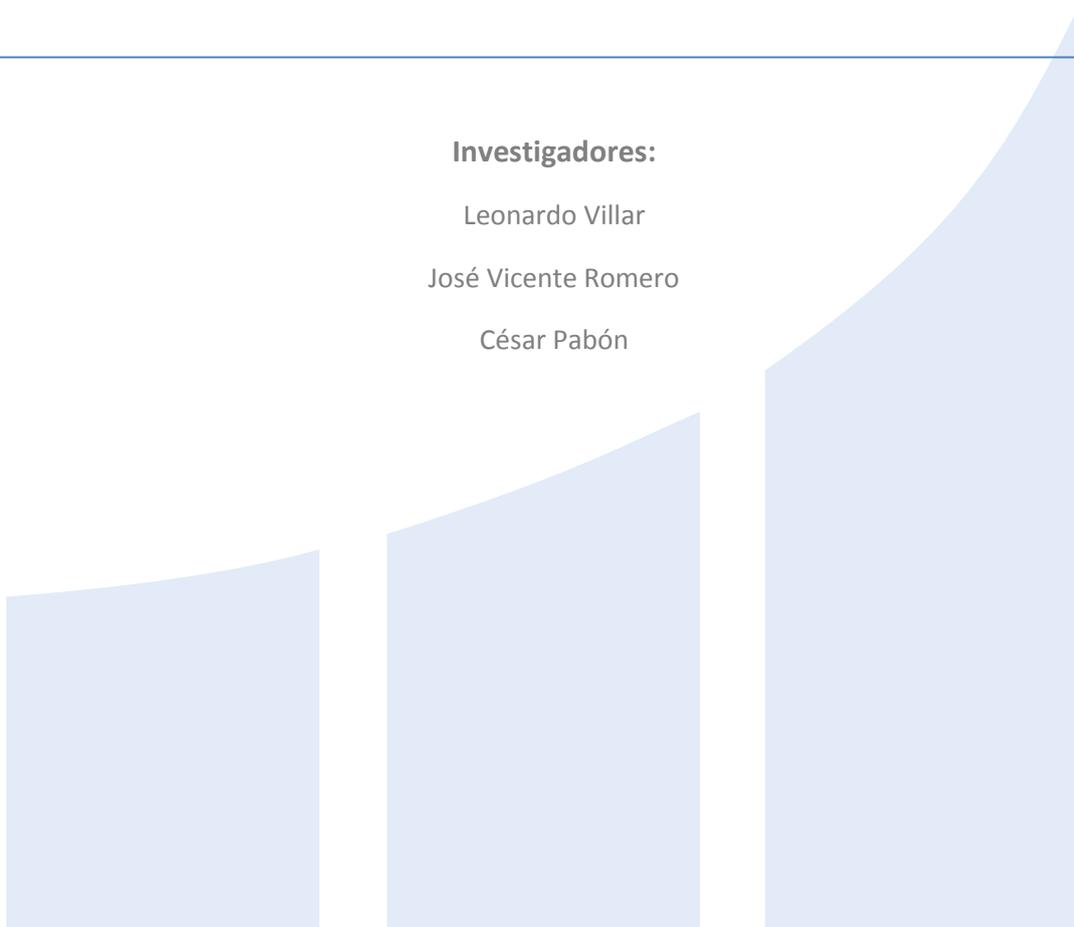
POLÍTICA CAMBIARIA, MONETARIA Y FISCAL: ¿HA APRENDIDO COLOMBIA A MITIGAR LOS EFECTOS DE LAS CRISIS?

Investigadores:

Leonardo Villar

José Vicente Romero

César Pabón



Proyecto para la Fundación Konrad Adenauer Stiftung

Bogotá, Julio 2015

Contenido

1. Introducción y motivación	3
2. La crisis de fines del siglo XX (1998-2001).....	6
3. Crisis de Lehman Brothers (2008-2009).....	16
4. Dos crisis en perspectiva	24
5. Lecciones de política y retos para el futuro	26
6. Conclusiones.....	27
7. Referencias:.....	29

1. Introducción y motivación

Las políticas macroeconómicas procíclicas profundizan los ciclos de la economía y conllevan enormes costos económicos y sociales. Particularmente, ante fuertes choques negativos, ésta inestabilidad aminora el crecimiento económico de largo plazo, originando así importantes perjuicios sobre la evolución de la actividad productiva (Cerra y Saxena, 2005). Más aún, la prolongación y profundización de las crisis pueden, a su vez, implicar un detrimento al bienestar social, en tanto incrementa los índices de pobreza, desigualdad en el ingreso, tasa de desempleo y conflictos internos (Vegh y Vuletin, 2014).

Durante el siglo veinte, una característica de las políticas macroeconómicas en Colombia, al igual que en la gran mayoría de países emergentes, fue su alto nivel de prociclicidad (Kaminski et al, 2004). Basta mencionar, por ejemplo, que en aras de mantener la tasa de cambio dentro de parámetros definidos, la autoridad monetaria colombiana se vio obligada a incrementar las tasas de interés y a adelantar políticas fuertemente contractivas durante los períodos de desaceleración económica asociados a caídas en ingresos externos por turbulencia en los flujos de capitales internacionales o por bajos precios de productos básicos (Urrutia y Fernandez, 2003). De igual forma, en lo relacionado con política fiscal, el gobierno colombiano se vio forzado a aumentar impuestos y disminuir gastos en estas mismas épocas de dificultades, procurando solventar los problemas de acceso a financiamiento del déficit fiscal connaturales a ese tipo de situaciones en las economías emergentes (Lozano, 2009).

En contraste con lo sucedido a finales de la década de los noventa, durante los últimos años las políticas macroeconómicas de nuestro país han migrado a tener un enfoque contracíclico –suavizador de las fluctuaciones de la economía-. En otras palabras, Colombia, se “graduó” de las medidas macroeconómicas procíclicas (Frankel et al, 2011). Sin embargo, cabe señalar que esta “graduación” no fue una tarea fácil sino que obedeció a un compendio de transformaciones institucionales, que se pueden agrupar en al menos tres frentes.

En primer lugar, es importante resaltar la transformación exhibida por la política monetaria durante los últimos años. Uno de los principales hitos que lideró esta migración fue la consolidación de lo que se conoce como el esquema de inflación objetivo

(establecida formalmente en el año 1999), para lo cual un requisito previo fue el establecimiento de un banco central autónomo en 1991, así como por la mejoría en la credibilidad de la autoridad monetaria. En efecto, este nuevo andamiaje institucional permitió que la inflación se ajustara gradualmente hasta los metas de largo plazo establecidas por el Banco de la República, al tiempo que implementó una política efectiva para mitigar las fluctuaciones del producto (Villar, 2014; Barajas et al., 2014).

En lo que respecta a la política fiscal, cabe destacar la reciente implementación de la Ley de la Regla Fiscal, la cual obliga al gobierno nacional a ahorrar los ingresos tributarios en las épocas de bonanza, para que luego estos recursos se encuentren disponibles en los periodos de declive económico. Adicionalmente, la regla fiscal permite dar flexibilidad al déficit observado del gobierno nacional central, manteniendo una estructura clara de ajuste y un compromiso con el manejo prudente de las finanzas públicas.

Finalmente, las políticas macroprudenciales implementadas durante las dos últimas décadas por el Banco de la República y la Superintendencia Financiera también han logrado mitigar la profundidad de los ciclos económicos asociados a condiciones cambiantes en los flujos de capitales internacionales, con sus nocivos efectos sobre el sistema financiero, el crecimiento económico de largo plazo, el desarrollo social y el bienestar. Dentro del compendio de políticas que conforman la implementación de estas medidas, cabe mencionar la introducción de un sistema de provisiones dinámicas en el sistema financiero en la primera década del siglo XXI, la compra de divisas por parte del Banco Central para acumular reservas internacionales y la regulación de entrada de capitales mediante encaje no remunerados al endeudamiento externo en diferentes coyunturas de auge de esos capitales, entre muchos otros (Rincón y Velasco, 2013).

Los avances en materia de políticas anticíclicas que se han observado en los últimos años tendrán una nueva prueba de fuego en la coyuntura actual, en la que la caída en los precios del petróleo que ha tenido lugar desde mediados de 2014, principal producto de exportación de Colombia, tendrá importantes implicaciones sobre la economía nacional, tanto en materia de desaceleración de la actividad productiva como de deterioro en las cuentas fiscales y externas. Estas nuevas circunstancias coinciden con un deterioro importante en el comportamiento general de la economía latinoamericana, el cual es particularmente grave en la economía venezolana, que tradicionalmente ha tenido los

mayores vínculos económicos con la colombiana. La historia permitirá dilucidar el grado en que Colombia haya logrado manejar esta nueva coyuntura con políticas contracíclicas adecuadas, manteniendo al mismo tiempo la credibilidad y la sostenibilidad de sus estrategias macroeconómicas y financieras, algo que todavía es muy pronto para evaluar.

El presente documento realiza una revisión y análisis de los procesos de transformación de políticas procíclicas en políticas contracíclicas que han logrado llevar a cabo las autoridades económicas en los tres frentes descritos durante las dos últimas décadas, para lo cual hace énfasis especial en la comparación del manejo que tuvo la crisis de fines del siglo XX (1998-2001), durante la cual dominaron las políticas procíclicas, y el manejo contracíclico que pudo hacerse en 2008-2009, durante la recesión mundial posterior a la crisis de Lehman Brothers.

Paralelamente, se hace una revisión de los costos sociales que conllevan los ciclos económicos pronunciados y, por consiguiente, los impactos positivos que desde el punto de vista social (desempleo, informalidad, pobreza y desigualdad) son el resultado de las políticas contracíclicas de los últimos años.

El documento consta de cuatro secciones, la primera de las cuales es esta introducción. En la segunda se analiza la llamada crisis de finales del siglo XX, su génesis, las respuestas de política macrofinanciera y el comportamiento de los indicadores sociales que la caracterizó. La tercera sección se concentra en la coyuntura económica colombiana tras la crisis de Lehman Brothers de 2008 y enfatiza los elementos de política contracíclica que pudieron utilizarse en esa ocasión. Finalmente, en la cuarta sección se presentan algunas conclusiones y lecciones de política y se esbozan los grandes retos que puede enfrentar la economía colombiana en las circunstancias actuales, tras el fuerte deterioro en el panorama regional y la caída en los precios del petróleo que ha tenido lugar desde mediados de 2014.

2. La crisis de fines del siglo XX (1998-2001): Respuestas procíclicas y deterioro en los indicadores sociales

2.1 Desarrollo de la crisis

Desde principio de los años noventa, se implementó en Colombia un claro programa de liberalización de la economía. De hecho, entre 1990 y 1991, el programa de reformas estructural de la administración del Presidente César Gaviria permitió reducir las tarifas arancelarias promedio (en más de 20 puntos porcentuales), disminuir la protección efectiva (del 75% al 21%), eliminar el control de cambios -qué fue reemplazado en 1994 por un régimen de bandas cambiarias-, liberalizar los controles al ingreso de la inversión, entre muchos otros (Caballero y Urrutia, 2006). Más aún, al tiempo de esta reingeniería de la estructura económica nacional, se aprobó una nueva Constitución Política, la cual ordenó la autonomía e independencia del Banco de la República, consolidó el proceso de descentralización territorial iniciado en los años ochenta y creó las bases para un Estado garantista de derechos sociales que requirió una fuerte expansión del gasto público en los años subsiguientes.

Como resultado de este conjunto de medidas, el país comenzó a experimentar una euforia en la actividad económica, con auge de la inversión y de la intermediación financiera. En efecto, de acuerdo a los datos de Caballero y Urrutia (2006), la relación de activos intermediados a Producto Interno Bruto (PIB) se incrementó de 31% en 1990 a 47% en 1996, la inversión privada registró una tasa de crecimiento real promedio de 20,4% en el periodo 1990-1994, la cartera del sistema bancario aumentó por encima de 50% en 1993 y en 1994. Ello, sin embargo, no estuvo exento de costos. En efecto, este auge crediticio estuvo acompañado por un mayor endeudamiento de los agentes privados, toda vez que el ahorro privado cayó del 15,1% del PIB en 1988 a 8,8% en 1994. De igual manera, el relajamiento de las restricciones crediticias externas llevó a que empresas y gobierno incrementaran su deuda con agentes del exterior, desembocando en un incremento de los descalces cambiarios tanto del sector público como del privado (Zarate et al, 2012).

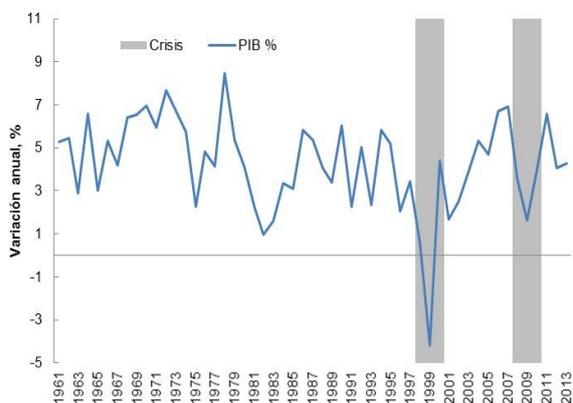
Este contexto - de elevados incrementos en el endeudamiento de los hogares con el sistema financiero y crecientes descalces cambiarios- hizo particularmente vulnerable la economía nacional ante choques externos adversos. Esto se hizo evidente a finales de la década de los noventa. Colombia, al igual que casi todos los países de América Latina,

fue objeto de la caída estrepitosa de varias economías asiáticas en 1997 y el desplome de la economía rusa en 1998, produciendo desconfianza en los inversionistas de los mercados internacionales, encarecimiento del pago de la deuda externa y fuerte deterioro de los términos de intercambio.

El advenimiento de esta crisis internacional gestó lo que sería conocido como “la crisis del fin del siglo XX”, repercutiendo negativamente no solo sobre las principales variables macroeconómicas, sino también sobre los principales indicadores del sistema financiero y el sistema cambiario vigente. Desde 1997 se revertió la expansión económica registrada durante los primeros años de la década, como consecuencia de la fuerte caída de la inversión y del consumo de los hogares (Gráfico 1.a). Los precios de la finca raíz cayeron rápidamente, reflejando la debilidad de la demanda (Gráfico 1.c). la caída en la actividad productiva afectó los ingresos fiscales y puso al descubierto el deterioro en las finanzas públicas y los altos déficits fiscales inducidos por las normas establecidas en la Constitución de 1991 – que habían incrementado el gasto en salud, educación y seguridad social durante la última década del siglo XX, sin que ello fuera compensado en magnitud suficiente por el crecimiento de los ingresos (Gráfico 1.b). Más aún, el aumento en la prima de riesgo de nuestro país, la caída en el crédito externo y la caída en los precios de nuestras exportaciones se tradujeron en un ingente incremento de las tasas internas de interés (Gráfico 1.d) (Urrutia y Llano, 2012).

Gráfico 1. Principales Variables Económicas (1990-2005)

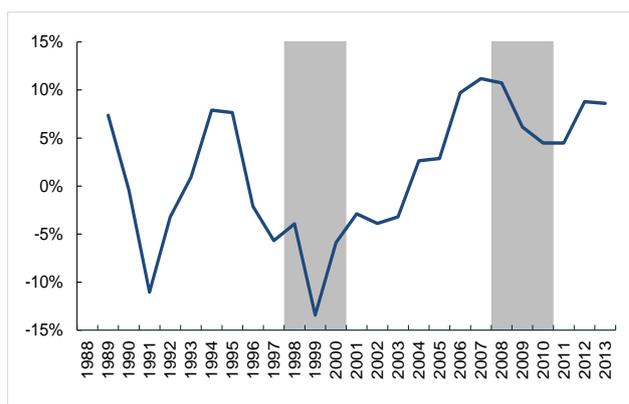
a. Evolución del PIB (a precios constante de 1994)



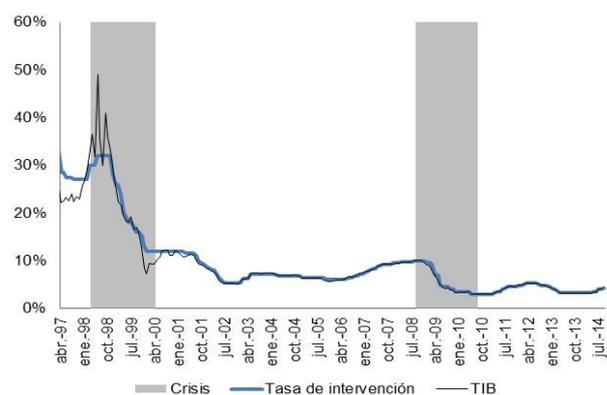
b. Déficit Público



c. Precio de la Vivienda Usada (Variación % anual)



d. Tasa de interés de intervención y TIB



Fuente: a) Banco Mundial; b) Junguito y Rincon (2004) y Ministerio de Hacienda; c) Banco de la República; d) Banco de la República

Todo lo anterior estuvo acompañado por un grave deterioro del sistema financiero, vulnerando la confianza de todos los agentes del mercado. En particular, de acuerdo con la información de FOGAFIN (2011), el indicador de calidad de la cartera total por tiempo de mora, luego de estar en niveles cercanos a 7% entre 1990 y 1997, rebasó el 16% en noviembre de 1999. Adicionalmente, las instituciones financieras, que habían registrado utilidades durante los primeros siete años de la década de 1990, presentaron pérdidas considerables entre 1997 y 2000. De hecho, la rentabilidad del activo (ROA) de las mismas fue cercana a -4% durante los últimos dos años. Por su parte, el crédito al sector privado como porcentaje del PIB, ajustado por PPA, cayó de 35,5% en 1997 a 22,3% en 2003 (Villar et al, 2005).

La perturbación en los mercados internacionales, junto con el desmejoramiento de la actividad productiva, incidieron en una fuerte presión hacía la depreciación, dentro del régimen de bandas cambiarias¹ (Gráfico 2). Dadas las condiciones externas, entre el segundo semestre de 1997 y primer semestre de 1998, la tasa de cambio nominal se adhirió en reiteradas ocasiones al techo de la banda, pese a que el Banco de la República vendió masivamente reservas internacionales, aspirando a sostener el precio de las divisas dentro del rango de la banda cambiaria. Ello, a su vez, provocó un dramático aumento en

¹ Desde 1994, en Colombia se definió un régimen de banda cambiaria, que representa un esquema intermedio entre un régimen de tasa de cambio fija y uno de flotación libre. La banda cambiaria estaba definida por los límites dentro de los cuales podía fluctuar la tasa de cambio.

las tasas de interés, asociado a la fuerte contracción de la base monetaria que se generaba como consecuencia de la venta de dólares por parte del Banco (Villar, 2014). No siendo suficiente, el Banco de la República se vio en la obligación de modificar la banda en dos ocasiones (Septiembre de 1998 y junio de 1999), aduciendo un viraje en los fundamentales del sector externo del país. Consecuentemente, ante la pérdida de credibilidad de la banda y su poca efectividad, la Junta se vio en la obligación de eliminarla de forma definitiva en septiembre de 1999, en el marco de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (Urrutia y Llano, 2012).

Gráfico 2. Tasa de cambio (peso por dólar) con bandas cambiarias.



Fuente: Banco de la República

En suma, tal como enuncian Urrutia y Llano (2012), la recesión fue generada por tres crisis económicas que convergieron al mismo tiempo: i) una crisis económica internacional detonada en Asia y Rusia, que generó grandes turbulencias cambiarias alrededor de los países; ii) una crisis financiera interna, que aminoró la demanda y consumo interno, y iii) una crisis hipotecaria y de construcción. En otras palabras, un cúmulo de factores que se congregaron al mismo tiempo, produciendo un efecto devastador sobre la economía colombiana, hasta el punto de ser considerado la peor crisis del siglo XX.

2.2. Manejo de Política durante la crisis de fines del siglo XX

En términos de política monetaria y cambiaria, cabe señalar que las autoridades económicas actuaron de manera totalmente procíclica durante esta época, profundizando la magnitud del ciclo bajo de la economía. La razón para ello estuvo íntimamente asociada a los esfuerzos por mantener la tasa de cambio al interior de la banda cambiaria, lo cual se hacía indispensable dada la falta de credibilidad que aún tenía el Banco de la República con respecto al cumplimiento de sus metas de inflación². Así, la política monetaria tenía que estructurarse alrededor de metas indirectas, mediante el control de agregados monetarios o de tasa de cambio. Adicionalmente, mitigar una depreciación excesiva se convertía en un objetivo importante dados los grandes descalces cambiarios que se habían generado en la estructura financiera de las empresas, que se habían endeudado de manera masiva en moneda extranjera sin ningún tipo de cobertura cambiaria. La política de defensa de la banda cambiaria y, de manera general, el énfasis de la política monetaria y de tasas de interés en impedir una depreciación excesiva del peso, se convirtió en fuente de enormes problemas una vez estalló la gran crisis económica de fin del siglo XX. Pese a que en 1998 las perspectivas de actividad económica y de inflación se estaban revisando drásticamente a la baja, la política de tasas de interés actuó en forma claramente procíclica, con un fuerte aumento en las tasas de interés que reforzó las presiones recesivas que venían del exterior y completó el panorama propicio para la gran crisis económica de 1999 (Villar, 2014). En otras palabras, los elevados descalces cambiarios de buena parte de los agentes de la economía, así como la complejidad de la política monetaria, que utilizaba la banda cambiaria como una de las anclas nominales para cumplir el objetivo de inflación, impidieron la ejecución de una política monetaria contracíclica cuando se presentó la reversión de capitales en 1998 (Zarate et al, 2012).

En lo que respecta política fiscal, el Gobierno Nacional también se vio obligado a actuar de forma procíclica. Ante la falta de financiamiento para el gran déficit que se había incubado en las finanzas públicas, una política fiscal expansiva habría llevado a una crisis de confianza por parte de los potenciales financiadores y a problemas de financiamiento aún peores. Como bien se mencionó anteriormente, los primeros años de la década de los

² De hecho, durante los primeros años de autonomía del Banco, la inflación no solamente se mantenía en los niveles que habían sido característicos de las dos décadas anteriores, superiores al 20% anual, sino que las metas de inflación que se anunciaban año tras año se incumplían de manera sistemática (Villar, 2014).

90 se caracterizaron por presentar un aumento rampante del gasto público, como consecuencia de las exigencias constitucionales y las deudas sociales históricas del país. En efecto, entre 1990-1996, los ingresos corrientes solo habían incrementado un 2% del PIB, mientras que los gastos lo habían hecho en un 5.5% (Junguito y Rincón, 2004). Así, cuando explotó la crisis financiera y se contrajo la actividad económica, el Ministro de la época, Juan Camilo Restrepo, tenía claro que el problema neurálgico provenía de este ingente incremento en el gasto público. En este orden de ideas, consciente de sus implicaciones, el Gobierno decidió disminuir los gastos en plena recesión en casi 1,5% del PIB, siendo así una clara política procíclica. Esta decisión se tomó procurando solventar los problemas de acceso al financiamiento del déficit fiscal característicos a ese tipo de situaciones, máxime cuando en los años de auge precedentes se había evidenciado una política fiscal abiertamente procíclica (Urrutia y Llano, 2012).

Finalmente, en lo que respecta a las medidas macroprudenciales asociadas con el sector financiero, la política de encajes del Banco de la República fue abiertamente contracíclica durante la crisis. De hecho, a partir de 1998 redujo los coeficientes de encaje obligatorio y empezó a remunerarlo. Desafortunadamente, sin embargo, la carga regulatoria del sector financiero se vio aumentada de manera importante desde finales de ese año por al menos dos razones, en el marco del Estado de Emergencia Económica³ (Villar et al, 2005). Por un lado, el Gobierno introdujo algunas inversiones forzosas a cargo de los establecimientos de crédito con el propósito de cubrir parcialmente los costos fiscales de la crisis financiera. Por el otro, estableció el impuesto a las transacciones financieras (2x1000) destinado también a cubrir los costos de la crisis, en este caso de la banca pública. De hecho, estudios de Carrasquilla y Zarate (2002) y Villar et al (2005) señalan que la introducción del impuesto a las transacciones financieras aumentó considerablemente el grado de represión financiera, aminorando de forma considerable la caída que se dio gracias a la reducción en los coeficientes de encaje y su remuneración.

En suma, durante la crisis de fines del siglo XX (1998-2001) predominaron las políticas procíclicas en los terrenos tanto fiscales como monetarios. Mientras el Gobierno Nacional decidió recortar su enorme gasto público en el momento más álgido de la turbulencia, el

³ Dada la profundidad de la crisis, en noviembre de 1998 el Gobierno declaró la Emergencia Económica y diseñó alivios a los deudores de crédito hipotecario, así como apoyo a los sectores financieros cooperativo y público.

Banco de la República permitió el incremento de la tasa de interés, en aras de mantener el tipo de cambio dentro de los parámetros establecidos por el régimen de banda cambiaria. A pesar que el Banco de República promovió políticas macroprudenciales de carácter financiero en éste momento de crisis, al reducir los coeficientes de encaje obligatorio, la introducción del impuesto a las transacciones financieras actuó en el sentido contrario, desembocando en un aumento en el índice de represión financiera y, en últimas, reforzando el declive del ciclo.

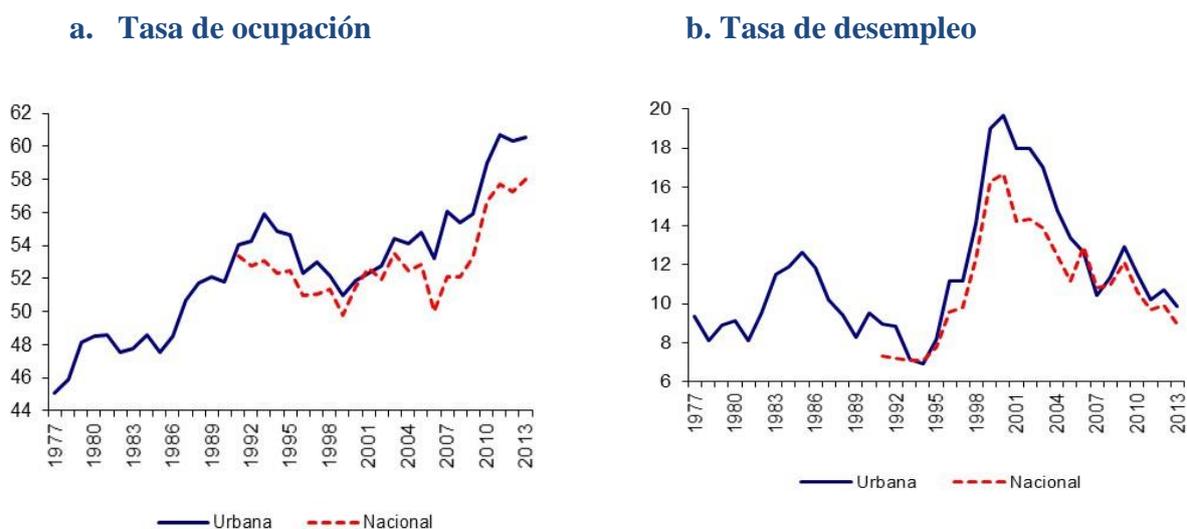
2.3. Evolución de las variables sociales durante la crisis de fines del siglo XX

Es del saber colectivo que las crisis son episodios muy costosos tanto para la economía como la sociedad. En este contexto, políticas macroeconómicas procíclicas, como las que predominaron en la crisis del fin del siglo, profundizan los ciclos de la economía y exacerbaban el ya alto detrimento social de estos periodos. En particular, el aumento en la volatilidad, imposibilita el surgimiento de políticas sociales con planificación de más largo plazo y origina medidas enfocadas únicamente a mitigar los efectos de las coyunturas adversas. De hecho, tal como demuestra Vegh y Vuletin (2014), la prolongación y profundización de las crisis pueden implicar un menoscabo al bienestar social, en tanto incrementan la tasa de desempleo, los índices de pobreza, la desigualdad en el ingreso y los conflictos internos. Más aún, independientemente de los indicadores que se utilicen para definir la pobreza y la indigencia, los grupos más vulnerables de la población son los que sufren en mayor grado las consecuencias de choques adversos recibidos por la economía nacional (Pérez, 2004).

Indudablemente, uno de los aspectos sociales que más se vio perjudicado en medio de la crisis de 1999-2001 fue el empleo. Históricamente, Colombia se ha caracterizado por contar con fuertes restricciones de movilidad factorial y grandes fricciones en el mercado laboral, las cuales probablemente aumentaron tras el fuerte aumento en las contribuciones parafiscales asociadas a la contratación de mano de obra formal tras la reforma de la seguridad social de 1993 (Santa María, 2011). Así, cuando existe una caída duradera en el producto, se observan altas tasas de desempleo, lo que indudablemente genera grandes repercusiones a nivel de bienestar (Zarate et al, 2012). Particularmente, el deterioro en los indicadores laborales se comenzó a sentir con fuerza en las tasas de desocupación

durante la desaceleración de 1996 y, especialmente, durante la recesión de fines de siglo, generando unas tasas de desocupación que llegaron a estar en niveles cercanos al 20% (Gráfico 3). De hecho, una comparación de las cifras laborales a lo largo de la crisis de fin de siglo y la recuperación posterior muestra los efectos asimétricos que tuvo el ciclo económico para los trabajadores: el deterioro en los indicadores de ingresos, empleo asalariado y desempleo fue rápida, y la recuperación posterior, lenta (Ocampo, et al., 2005).

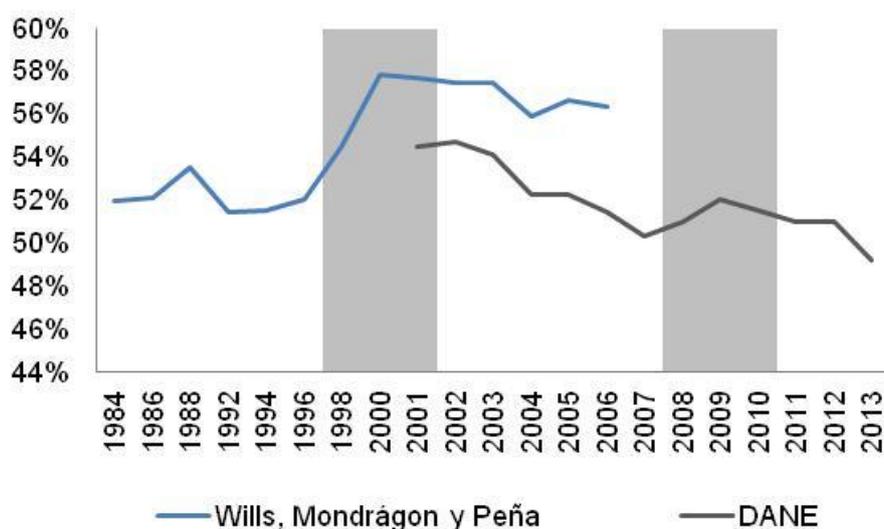
Gráfico 3. Tasa de ocupación y desempleo (1977-2013)



Fuente: Encuesta de hogares del y DANE

Otro impacto evidente de la crisis fue el importante deterioro en la calidad del empleo durante este lapso de tiempo. Como demuestran Ocampo et al (2012), la creación de empleo en el período de crisis se dio fundamentalmente en ocupaciones por cuenta propia y con una disminución en los niveles de ingreso. Consecuentemente, el mercado de trabajo experimentó un aumento rampante en la participación del trabajo informal. De hecho, la proporción de la población ocupada con trabajo informal alcanzó un techo histórico del 61,3% en 2001. Más aún, aunque el nivel se había reducido sustancialmente en el 2005, éste permanecía muy por encima de los registros previos a la crisis (Gráfico 4).

Gráfico 4. Trabajo Informal 1984-2013 (Proporción de la población ocupada)⁴

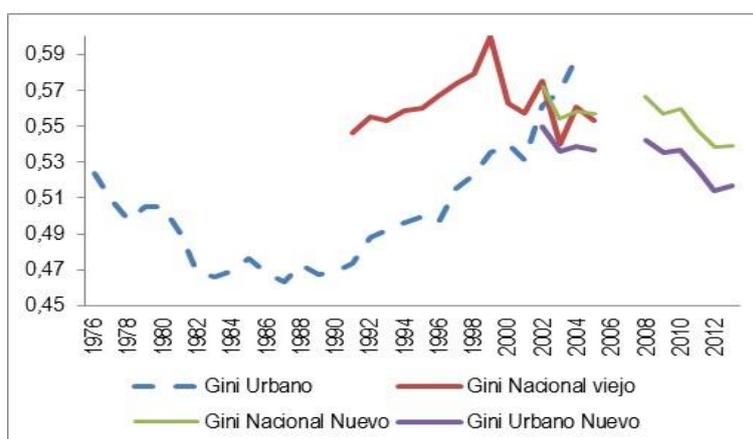


Fuente: Mondragón, Peña y Wills (2010) y DANE.

Como reflejo de lo sucedido en el mercado laboral y de la contracción en los ingresos de la población más vulnerable, la distribución del ingreso se vio gravemente afectada por los fenómenos coyunturales de la crisis, particularmente devastando la población con ingresos bajos. De hecho, tal como evidencian Ocampo et al (2012), la tasa de pobreza aumentó en 1999 ocho puntos porcentuales por encima de los niveles promedio de la década y la indigencia en casi diez puntos porcentuales. Más aún, la desigualdad urbana, que ya tenía una tendencia ascendente, aumentó dramáticamente su nivel en este período de tiempo. Cabe señalar que el único elemento positivo dentro de este lapso fue la reducción de la brecha de ingresos rural-urbana, en tanto los ingresos rurales fueron golpeados en menor medida al comienzo de la crisis.

⁴ Para obtener los indicadores de informalidad, el trabajo de Wills, Mondragón y Peña (2010) utilizó la Encuesta de Hogares del DANE entre 1984- 2006. En el presente artículo se presenta la definición que usa el DANE, de acuerdo al tamaño de la firma y el nivel de ocupación.

Gráfico 5. Evolución de la desigualdad



Fuente: Sanchez (2005) con base en DANE y DNP; Cálculos MERPD con base en las ENH diciembre (1991), ENH septiembre (1992-2000), ECH tercer trimestre (2001-2005). MESEP cifras oficiales DANE con base en ECH

En síntesis, las políticas macroeconómicas procíclicas que predominaron en la crisis del fin del siglo XX incidieron en una profundización del ciclo bajo de la economía, en detrimento del bienestar general de la sociedad. De hecho, las cifras laborales a lo largo de este periodo muestran efectos asimétricos, donde el deterioro en los indicadores de ingresos, empleo asalariado y desempleo fue rápido, y la recuperación posterior, lenta. En esta misma línea, la distribución del ingreso se vio gravemente afectada por los fenómenos coyunturales de la crisis, al tiempo que los niveles de pobreza del país aumentaron. En otras palabras, la pobreza y la indigencia sufrieron de manera desproporcionada las consecuencias de la profundización de la crisis, ante política procíclicas (Pérez, 2004).

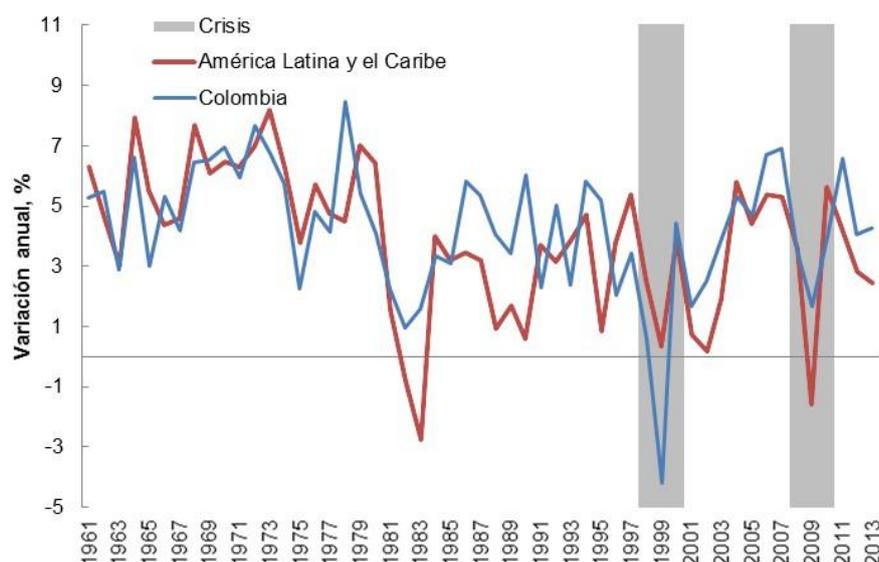
3. Crisis de Lehman Brothers (2008-2009): Impactos sobre Colombia y políticas contracíclicas

3.1. Evolución de la crisis

En los primeros años del siglo XXI se consolidó en los países avanzados un andamiaje económico con un profundo nivel de apalancamiento, al tiempo que un excesivo riesgo crediticio por parte del conjunto de agentes del mercado, promovido principalmente por el relajamiento del marco regulatorio y por la política monetaria expansiva de Estados Unidos. Esto, a su vez, estimuló el surgimiento de una burbuja en los precios de los activos financieros y reales la cual se corrigió abruptamente entre 2008 y 2009, tras la quiebra de Lehman Brothers, desencadenando una crisis financiera sistémica a nivel mundial, con efectos que en la actualidad aún perduran (Zarate et al, 2012).

En línea con lo exhibido por la mayoría de países en el mundo, la importante turbulencia financiera internacional tuvo un impacto visible sobre la actividad productiva de Colombia. De hecho, durante el último trimestre del 2008, la economía colombiana presentó un crecimiento de apenas 0,4%. Lo anterior estuvo explicado, entre otros factores, por la reducción de los flujos de capital extranjero, así como por la caída de los ingresos por exportaciones y remesas. No obstante, frente a lo ocurrido entre 1998 y 1999, esta desaceleración del comportamiento económico fue mucho menos severa. Más aún, en términos relativos, encontramos que Colombia experimentó una recesión más pronunciada que el promedio de región en la crisis de fin de siglo, mientras en la reciente crisis financiera se observa la relación opuesta (Gráfico 6).

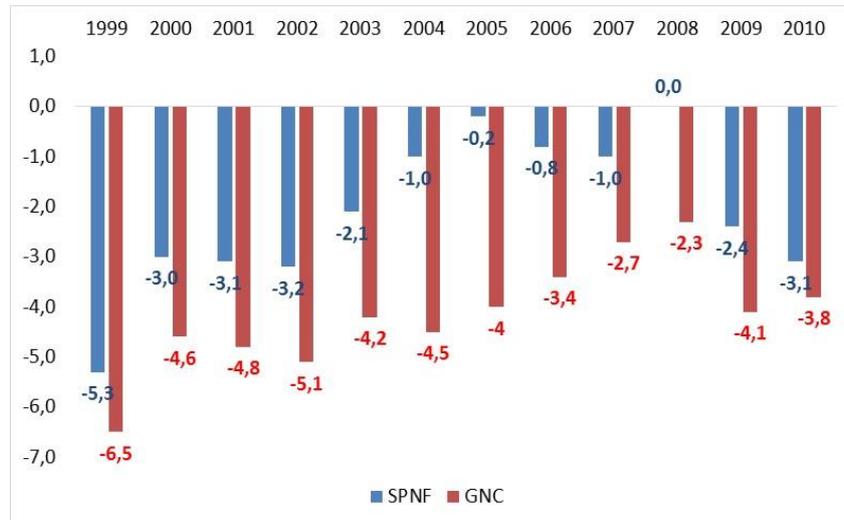
Gráfico 6. PIB de Colombia y América Latina



Fuente: Banco Mundial y DANE

En el frente fiscal, mientras en la crisis de finales de los años noventa se registraron niveles récord de déficit fiscal, las lecciones aprendidas del pasado llevaron a una corrección de estas tendencias, contribuyendo a reducir el impacto de la fase descendiente del ciclo económico. Esto se logró por el mejor desempeño de las finanzas públicas en la última década, asociadas tanto a las reformas que se adelantaron para aumentar los recaudos como a las mejores condiciones externas e internas de la economía (Lozano, 2009). Por el otro, a nivel territorial, se destacan las medidas enfocadas a moderar el endeudamiento público, como fue el uso de llamados “semáforos” en la Ley 358 de 1997 y las condiciones de solidez fiscal impuestas a los entes territoriales mediante la Ley 617 de 2000, que incidieron en un saneamiento generalizado de las finanzas públicas regionales. De hecho, desde el año 2004 el déficit presentó reducciones anuales, tendencia sólo interrumpida en 2009, como consecuencia de un mayor gasto presupuestado por el Gobierno Nacional Central (GNC) y un pobre desempeño del sector público no financiero (SPNF) (Gráfico 7).

Gráfico 7. Balance Fiscal del GNC y el SPNF (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

América Latina sufrió una reducción significativa de la Inversión Extranjera Directa (IED) en 2009. El flujo hacia los países de Centro y Sur América se redujo 40% con respecto a 2008. No obstante, la caída de la IED en Colombia en 2009 (33%) estuvo ligeramente por debajo de la reducción total en el continente. Lo anterior desembocó en una importante depreciación del tipo de cambio colombiano, pasando de niveles inferiores a 1.700 pesos por dólar en junio de 2008 a más de 2.500 pesos por dólar en febrero de 2009. Ello, sin embargo, no generó expectativas inflacionarias ni afectó la senda descendente que traía el ritmo de crecimiento de los precios, evidenciando los beneficios de la flotación cambiaria (Villar, 2014).

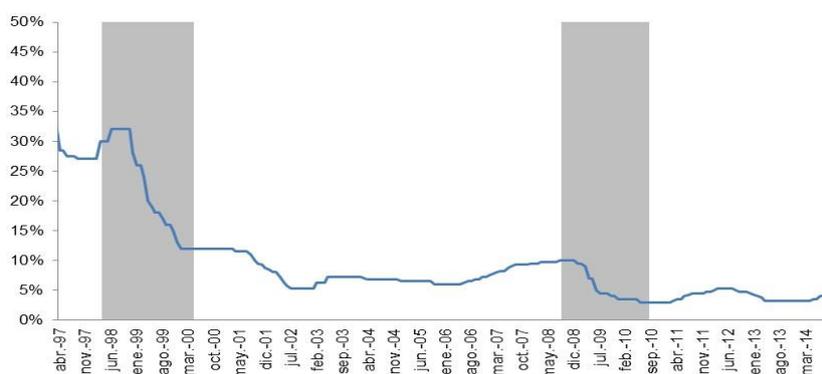
3.2 Política contracíclica durante la crisis de Lehman Brothers

Como se mencionó en el aparte anterior, durante la primera década del siglo, las autoridades económicas incorporaron de forma progresiva medidas de tipo fiscal, cambiario, y macroprudencial que permitieron un ajuste macroeconómico contracíclico. Lo anterior estuvo amparado en el reconocimiento de la importancia la estabilidad macroeconómica para conformar las condiciones que permitieron suavizar las fluctuaciones de la economía. El hecho cierto fue que Colombia pudo sobreponerse a la

grave crisis que estalló en las economías avanzadas sin enfrentar una recesión interna (Zarate et al., 2013).

En primera instancia, con respecto a la política monetaria, se destaca la consolidación del régimen de Inflación Objetivo⁵, establecido formalmente desde 1999. De hecho, para la época de la crisis, el ritmo de crecimiento de los precios en Colombia ya estaba llegando a sus metas de largo plazo, la credibilidad en el Banco de la República había aumentado de manera radical y se había podido implementar una política efectiva para mitigar las fluctuaciones del producto (Villar, 2014., Barajas et al, 2014). Este nuevo contexto permitió a la autoridad monetaria manejar las tasas de interés con criterios contracíclicos, reduciéndolas de manera agresiva (de 10% en diciembre de 2008 a 4% en octubre de 2009) para compensar el impacto de la crisis internacional (Gráfico 8). Hacia 2010 y 2011, cuando ya era evidente que la economía colombiana se estaba recuperando, el Banco de la República elevó nuevamente las tasas de interés. Valga notar que esta política de intervención se dio en un contexto de amplia flexibilidad cambiaria, que permitió a la tasa de cambio subir desde 1.650 hasta más de 2.300 pesos por dólar en unos pocos meses, sin afectar la credibilidad de las metas de inflación. Eso fue posible no solo por la credibilidad en las metas de inflación ganada por el Banco de la República, sino también por la reducción en los descalces cambiarios a los largo de los diez años anteriores, explicada la por prudencia de bancos y empresas -tras la crisis de fin del siglo XX-, así como por las nuevas regulaciones

Gráfico 8. Tasa de Intervención



Fuente: Banco de la República.

⁵ Política cuyo instrumento central es la tasa de interés de corto plazo del Banco de la República y cuyos objetivos principales son, por un lado, alcanzar tasas bajas de inflación y, por otro, estabilizar el crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo.

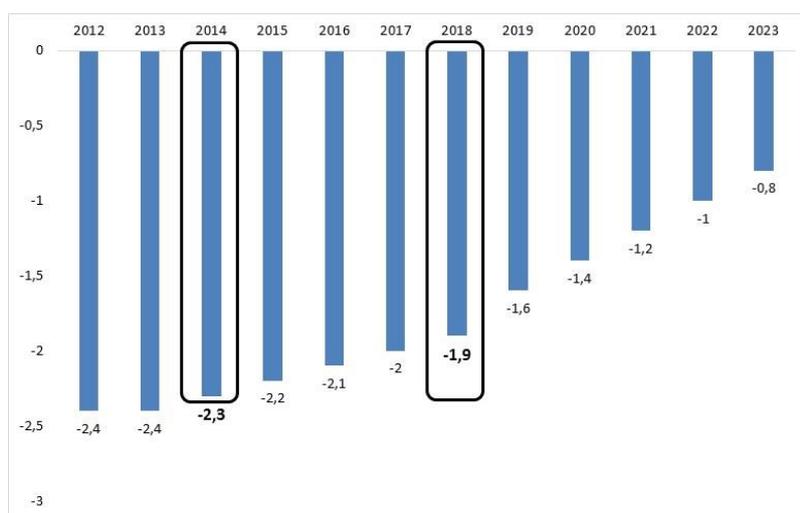
En segunda instancia, en lo que respecta a la política fiscal, cabe señalar que durante la fase de expansión económica (2003-2007) se logró el saneamiento de las finanzas públicas, llegando incluso a una situación de equilibrio en el balance del Gobierno Nacional Central (Lozano, 2009). Así, en enero de 2009, tras la quiebra de Lehman Brothers, el gobierno pudo anunciar un plan de choque contra la crisis, compuesto por proyectos de infraestructura y asistencia social, la disminución de la carga tributaria (mediante la reducción de un punto en la tarifa del impuesto a la renta y una reducción marginal en la tarifa del impuesto de timbre) y el aumento del gasto de los gobiernos subnacionales en vivienda y de agua potable. Adicionalmente, para 2010, el presupuesto de la nación que presentó el ejecutivo al Congreso mantuvo los gastos como proporción del PIB a pesar de la caída proyectada en los ingresos. Con esto en mente, el gobierno presentó su postura ante el congreso como abiertamente “contracíclica”⁶. Cabe señalar que, aún en esta circunstancia, el crecimiento de la deuda durante la crisis estuvo lejos de ser tan dramático como en la crisis del fin del siglo XX, lo cual obedeció en parte a la generación de cuantiosos excedentes financieros en el sector descentralizado y en parte a menores déficits de la administración central (Ministerio de Hacienda, 2011).

Sin embargo, los mecanismos para lograr la estabilidad fiscal y contribuir a la estabilidad macroeconómica en general eran todavía muy estrechos (Lozano, 2009). Por esa razón, más recientemente, el Gobierno Nacional decidió impulsar en el Congreso la aprobación de la Ley de la Regla Fiscal⁷, que lo obliga a generar excedentes en las épocas de bonanza, para que luego estos recursos se encuentren disponibles en los periodos de declive económico. En ese sentido, el Gobierno se comprometió con una senda de balance fiscal estructural que permitirá reducir la deuda a niveles sostenibles (Gráfico 9).

⁶ No obstante, contrario esta posición del gobierno, Lozano (2009) argumenta que la autoridad fiscal no formulaba una programa procíclico, dado que todavía enfrentaba problemas en sus finanzas públicas, lo cual le ocasionaba un estrecho espacio fiscal. En ese sentido, este autor típica la postura del gobierno como acíclica.

⁷ La Ley 1473 de 2011 implementó una Regla Fiscal para el Gobierno Nacional Central, con aplicación a partir de 2012. Esta ley obliga al cumplimiento de una meta de balance estructural determinado para el Gobierno Nacional Central (GNC) (artículo 5º) y a la presentación anual, ante las Comisiones Económicas del Congreso de la República, de un informe de cumplimiento de la Regla Fiscal (artículo 12).

Gráfico 9. Metas establecidas por la Regla Fiscal



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

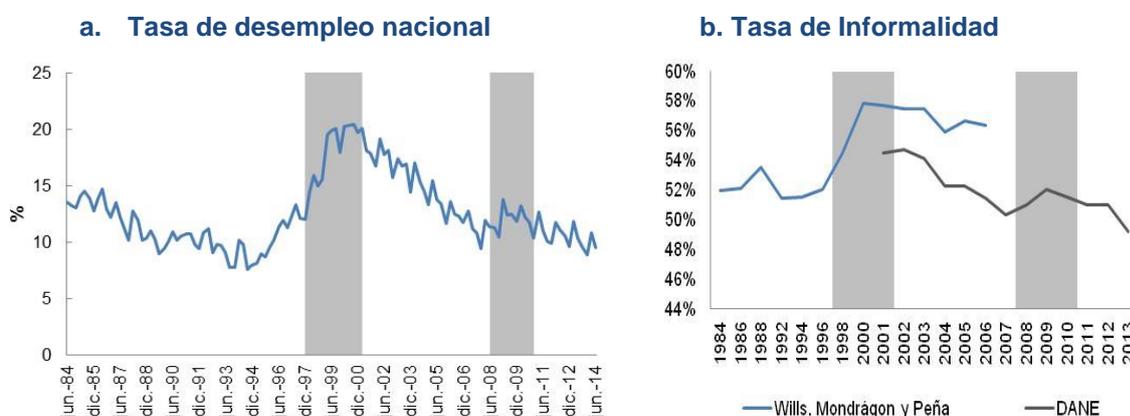
En tercera instancia, las medidas macroprudenciales no fueron la excepción a la tendencia de implementar sistemas en contravía del ciclo durante la última década. De hecho, desde mayo de 2007, ante un entorno de posibles excesos crediticios y brecha del producto positiva, el Banco de la República decidió complementar la política de mayores tasas de interés mediante la inclusión de un encaje marginal en moneda legal a las entidades financieras, el establecimiento de un depósito (del 40% por seis meses) a los créditos en moneda extranjera y el incremento del encaje ordinario que deben realizar las entidades de crédito, entre otros. Más aún, durante el tercer trimestre de 2008 de nuestro país, tras la reversión abrupta de los flujos de capital por el derrumbe de Lehman Brother, se reversaron todas las medidas de encaje doméstico y externo, tanto a crédito como inversiones. Adicionalmente, durante este período de tiempo, nuestro país implementó otros instrumentos considerados como macro prudenciales, tales como: i) provisiones dinámicas que construyen un “colchon” en los buenos tiempos contra pérdidas esperadas para ser usadas en los malos tiempos (2007); ii) requerimientos de liquidez para manejar el riesgo de liquidez (2008); iii) requerimientos de reserva en depósitos de moneda doméstica para limitar el crecimiento de crédito (2007); y iv) límites en posiciones en moneda extranjera para manejar el riesgo de moneda extranjera (Tovar *et al*, 2013; Montoro y Moreno, 2011). En este sentido, no cabe la menor duda que, al haber evitado excesos de endeudamiento y descalces en la fase expansiva a través de las medidas macroprudenciales, permitió que la economía colombiana fuera menos vulnerable y resistiera mejor un choque externo capital y financiero (Zarate et al, 2012).

3.3. Evolución de las variables sociales durante la crisis de Lehman Brothers

Indudablemente, como todas las crisis financieras, la crisis de 2008-2009 fue un episodio costoso para la economía y sociedad colombiana. Sin embargo, como queda claro en la sección anterior, el manejo de las políticas macroeconómicas puede determinar en qué grado estos eventos turbulentos pueden incidir en el desempeño económico de un país. Vale la pena notar que, si bien es difícil evaluar los resultados de esta política, dado que la magnitud y duración de cada choque de capitales es distinta, es clara la diferencia de los resultados macroeconómicos de la crisis de finales del siglo XX y de la desencadenada a raíz de la quiebra de Lehman Brothers.

Aunque en menor magnitud que en el episodio anterior, uno de los aspectos sociales que más se vio perjudicado en medio de la crisis de 2008-2009 fue el desempeño del mercado laboral (Gráfico 10). La tasa de desempleo, que tras el aumento asociado a la crisis de fin del siglo XX se había vuelto a reducir sustancialmente para fines de 2007, con la crisis iniciada en 2008 volvió a elevarse moderadamente. Otro de los impactos más evidentes de la crisis fue el ligero deterioro en la calidad de puestos de trabajo durante este lapso de tiempo. De hecho, la proporción de la población ocupada con trabajo informal volvió a subir súbitamente, frente a la mejora que se había realizado anteriormente. No obstante, cabe señalar que esta desmejora general del mercado laboral colombiana fue mucho menos severa que en lo ocurrido en la crisis de fin de siglo.

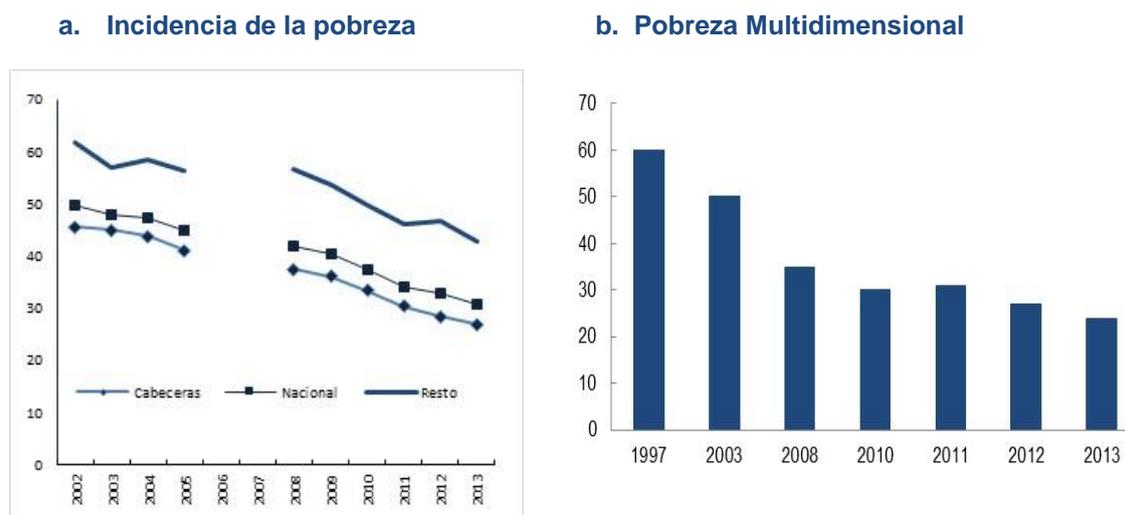
Gráfico 10. Empleo Nacional



Fuente: Banco de la República, Dane y Wills, Mondragón y Peña (2010).

No obstante la crisis financiera internacional y la desaceleración económica, los resultados en términos de pobreza e indigencia para 2009, presentados por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) y el DANE, evidenciaron un ligero avance frente al registro de 2008. De hecho, la proporción de la población bajo condiciones de pobreza mejoró entre 2008 y los años posteriores (Gráfico 11). De acuerdo a las explicaciones ofrecidas por el DNP, este resultado estuvo determinado por el comportamiento de la inflación de alimentos, que se ubicó por debajo de la inflación total a lo largo de 2009, más no por el aumento en el ingreso promedio de la población. Cabe notar que 2009 es el primer año desde 1999 en que el ingreso real por habitante disminuyó en casi un 2% en 2009 (Fedesarrollo, 2010). Pese a la ligera reducción en la incidencia de la pobreza, el porcentaje de pobres y de indigentes se mantiene en niveles altos.

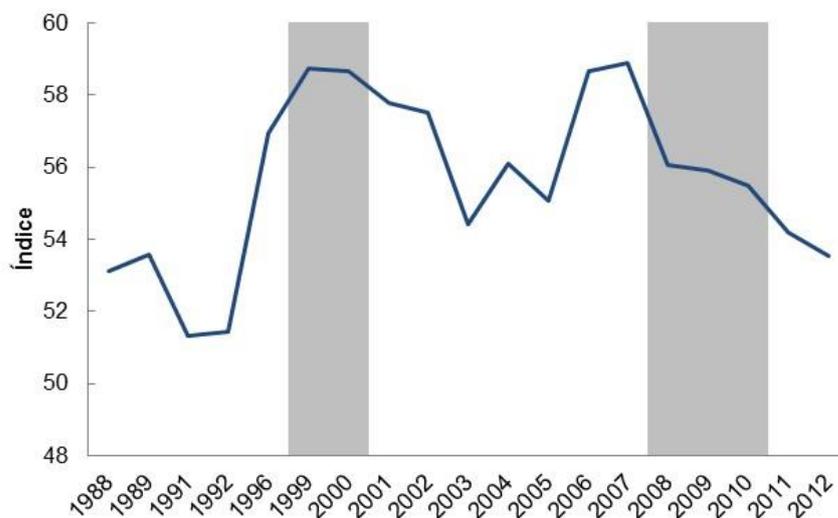
Gráfico 11. Pobreza nacional



Fuente: DANE.

Consistente con la disminución de la proporción de la población pobre, la distribución del ingreso también mejoró. El indicador de desigualdad Gini disminuyó 1,1 puntos porcentuales entre 2008 y 2009, pasando de 58,9 a 57,8. Este resultado se dio tras 5 años de aumento continuo en la desigualdad (Gráfico 12).

Gráfico 12. Coeficiente de Gini a nivel nacional



Fuente: DANE y Banco Mundial.

4. Dos crisis en perspectiva

Durante los últimos años, Colombia ha mejorado su capacidad de afrontar choques externos y episodios recesivos. Esto ha sido consecuencia de una mejora sustancial del marco institucional bajo el cual se ha enmarcado tanto la política monetaria como la fiscal, lo cual ha incidido significativamente en la credibilidad y confianza en las instituciones encargadas de direccionar la política económica en el país. En el cuadro 1 se resumen algunas de las variables que se han discutido a lo largo de este capítulo, clasificándolas en tres bloques: como se encontraba el contexto macroeconómico en términos generales, como se comportaron las variables de política y cuál fue el resultado en términos de variables sociales. Como se observa en dicho cuadro, el contexto macroeconómico se encontraba en una posición mucho más débil en la crisis de finales de los 90s. Adicionalmente, las variables de política, tanto monetaria como fiscal, muestran que durante la crisis de fines de los 90s no fue posible realizar políticas contracíclicas, y que adicionalmente a un débil comportamiento macro, el sistema financiero se encontraba en una posición más frágil (medido por algunos indicadores de calidad financiera). Una situación contraria se observó durante la crisis de Lehman Brothers, en el cual la reacción de política macroeconómica fue marcadamente contracíclica. Así, el costo social en términos de variables laborales y sociales tales como el empleo, el desempleo, la informalidad, la pobreza y la desigualdad tuvieron no solo un deterioro menor durante el año de la crisis sino que lograron repuntar rápidamente.

Cuadro 1. Evolución de algunas de las variables macroeconómicas, de políticas económicas y sociales durante las crisis de fines de siglo y la de Lehman Brothers

Contexto macroeconómico						
	Finales de los 90s		Crisis 2008-2009			
	Año -2	Año -1	Año -2	Año -1		
Deuda externa (% del PIB)	28,1	32,8	21,4	19,3		
Pública (% del PIB)	14,4	16,0	7,6	7,0		
Privada (% del PIB)	13,7	16,8	13,9	12,2		
Balance cuenta corriente (% del PIB)	(4,3)	(4,8)	(1,8)	(2,8)		
Inflación (%)	20,8	18,5	4,3	5,5		
Balance Cuenta Corriente (% del PIB)	(3,9)	(5,1)	(1,9)	(2,8)		

VARIABLES DE POLÍTICA						
	Finales de los 90s		Crisis 2008-2009			
	Año 0	Año 1	Año 0	Año 1		
Política monetaria y fiscal						
Tasa Banco de la República - nominal* (%)	30,5	18,5	10,0	3,5		
Tasa Banco de la República - real* (%)	9,9	6,8	2,3	1,5		
Déficit GNC (% del PIB)*	(6,0)	(5,3)	(3,7)	(4,3)		
Estabilidad financiera						
Calidad de cartera - sistema financiero (%)	10,7	13,6	4,1	4,2		
Cubrimiento cartera - sistema financiero (%)	37,9	36,8	113,0	114,7		

Comportamiento de indicadores sociales						
	Finales de los 90s			Crisis 2008-2009		
	Año -1	Año 0	Año 1	Año -1	Año 0	Año 1
Indicadores sociales						
Tasa de empleo	52,5	52,7	50,9	55,1	55,8	56,8
Tasa de desempleo	12,4	15,2	19,4	11,1	11,3	12,6
Informalidad*	52,0	54,5	57,9	51,0	52,1	51,5
Pobreza**	22,2	27,2	31,7	17,7	18,0	15,7
Gini**	56,9	58,7	58,7	58,9	56,1	55,9

Fuente: Cálculos de los autores con base a Steiner (2009), DANE, DNP y Banco de la República.

De esta manera, la reestructuración institucional que tuvo lugar tras la crisis del fin del siglo XX permitió reducir la volatilidad de los ciclos de la economía, logrando que, en el largo plazo, se amplifique el crecimiento económico y mejore el bienestar de la población. Mientras en la crisis de los años noventa, cuando existía una institucionalidad marcadamente procíclica, los niveles de desempleo, informalidad y distribución de ingresos llegaron a niveles históricamente altos, para la crisis de Lehman Brothers, donde

ya se había dado gran parte de la migración hacia políticas contracíclicas, dichos indicadores se vieron afectados en una considerable menor magnitud.

5. Lecciones de política y retos para el futuro

La coyuntura específica de 2014 y 2015 y la forma como logre manejarse desde el punto de vista de las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y macro financiera son todavía elementos de una incógnita que sólo podremos evaluar en el futuro, con el beneficio de la visión histórica. De hecho, desde mediados de 2014 estamos observando una drástica caída en los precios de nuestro principal producto de exportación, el petróleo, con un deterioro en el ambiente económico de la mayor parte de los países de América Latina y una reducción en el apetito por inversiones en países emergentes asociado a la perspectiva de mayor dinamismo económico y mejores rendimientos en los países avanzados, en particular los Estados Unidos.

Hemos visto que la capacidad de adelantar políticas contracíclicas en las fases de desaceleración económica surgió en alto grado de la credibilidad ganada mediante políticas de austeridad y autocontrol en las fases previas de auge. Circunstancias como las que estamos viviendo en Colombia desde mediados de 2014 plantean el complejo dilema de las autoridades que permanentemente deben cotejar la alternativa de políticas expansivas contracíclicas contra la de políticas que refuercen la credibilidad en unas finanzas públicas sostenibles a largo plazo, una inflación oscilando alrededor de las metas de largo plazo y un sistema financiero sólido. El reto de manejar este complejo dilema está lleno de sutilezas y dificultades.

De cara al futuro, resulta perentorio robustecer este andamiaje institucional, con el propósito de aminorar los impactos que pueden tener la turbulencia económica sobre la actividad productiva y el bienestar social. De igual forma, para que estos indicadores se consoliden y sean aún mayores de los previstos, es de vital importancia no solo continuar con la programas de política social de largo plazo, sino fortalecer los elementos de credibilidad y sostenibilidad de las políticas macroeconómicas que necesariamente deben acompañar a las medidas contracíclicas en su propósito de estabilizar el ciclo económico.

6. Conclusiones

Superar una situación de crisis implica enormes esfuerzos por parte de las autoridades, con retos económicos y sociales de muy distinta índole dependiendo de la coyuntura en la cual se encuentre la economía de un país. No obstante, e independiente de la naturaleza de la crisis, minimizar las pérdidas económicas y sociales por la reducción del crecimiento económico es uno de los principales objetivos de la política económica. En este sentido, la selección de un marco institucional tanto en el campo monetario como fiscal que permita reducir la volatilidad de los ciclos de la economía, juega un rol fundamental para, en el largo plazo, consolidar los niveles de bienestar que alcanzan, potenciando las posibilidades de movilidad social genuinas, derivadas de incrementos en productividad.

Durante los últimos años, las políticas macroeconómicas de Colombia han migrado a tener un énfasis contracíclico –suavizador de las fluctuaciones de la economía-. En palabras de Frenkel et al. (2011), Colombia se habría “graduado” de las medidas macroeconómicas procíclicas (Frankel et al, 2011). Sin embargo, cabe señalar que esta “graduación” no fue una tarea fácil sino que obedeció a un compendio de transformaciones institucionales, que se pueden agrupar en al menos tres frentes. En particular, en temas monetarios, se destaca la consolidación del régimen conocido Inflación Objetivo, establecido formalmente desde 1999, y la flotación cambiaria. Por su parte, en términos fiscales, los hitos más importantes se han realizado más recientemente: Ley de la Regla Fiscal, así como las medidas enfocadas a evitar el endeudamiento público a nivel territorial. Finalmente, las políticas macroprudenciales implementadas durante las dos últimas décadas por el Banco de la República y la Superintendencia Financiera han complementado la ejecución de estas políticas. De esta manera, vale la pena notar que el impacto social y en el desempeño macroeconómico de Colombia ocasionado por la quiebra de Lehman Brothers fue sustancialmente menos severo a lo ocurrido anteriormente en la crisis de finales del siglo XX.

El concepto de “graduación” en políticas contracíclicas conlleva por otra parte un grave riesgo de complacencia. En parte, los buenos resultados obtenidos en materia económica y social en Colombia durante la crisis internacional desencadenada por la quiebra de Lehman Brothers pudieron estar asociados parcialmente a factores externos favorables que hicieron que el impacto de esa crisis fuera menor y que facilitaron la aplicación de

políticas contracíclicas. Particularmente importante en este contexto fue el hecho de que la gran expansión de la economía china y la rápida recuperación de los precios del petróleo a partir del segundo trimestre de 2009 ayudaron a configurar condiciones propicias para la recuperación de la economía colombiana. La gran pregunta hacia el futuro radica en saber si la economía colombiana va a ser capaz de absorber de manera similar los nuevos “shocks” externos que tendremos que enfrentar.

7. Referencias:

- Barajas, A., Steiner, R., Villar, L. & César, P. (2014). Singular Focus or Multiple Objectives? What the Data Tell Us about Inflation Targeting in Latin America. *Economía. Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*. Fall 2014
- Caballero, C. & Urrutia, M. (2006). “Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX: Ensayos sobre su desarrollo y sus crisis.”. Asobancaria.
- Cerra, V. & Saxena, C. (2005). “Growth Dynamiscs: The Myth of Economic Recovery”. IMF Working Paper. No.147
- Frankel, J., Vegh, C. & Vulletin, G. (2013). “On Graduation from fiscal procyclicity”. *Journal of Development Economics*. Vol 100.
- Fedesarrollo. (2010). Pobreza, indigencia y desigualdad: la revisión del Sisben y los retos de los programas sociales. *Tendencia Económica*. No. 97.
- Fogafín. (2009). “Crisis Financiera colombiana en los años noventa: origen, resolución y lecciones institucionales”. Bogotá, Colombia.
- Junguito, R. & Rincón, H. (2004). “La Política Fiscal en el Siglo XX en Colombia”. Banco de la República. Borradores de Economía. No 318.
- Kaminski, G., Reinhart, C & Vegh, C. (2004). “When it Rains it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomics Policies”. NBER Working Paper. W 10780.
- Lozano, I. (2009). “Caracterización de la Política de Colombia y Análisis de su Postura Frente a la Crisis Internacional”. Banco de la República. Borradores de Economía. No. 566.
- Ministerio de Hacienda. (2011). Ciclos Económicos en Colombia: Bonanzas y recesión. *Notas Fiscales*. No.11.
- Mondragón- Velez, C., Peña, X & Wills, D. (2010). “Labour Market Rigidites and Informality in Colombia”. *Economía*. Vol 11. No1. Pp65-101.
- Montoro, C. & Moreno, R. (2011). “The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America. *BIS. Quarterly Review*.
- Ocampo, J., Romero, A. & M.A., Parra (2007). “La Busqueda, larga e inconclusa, de un nuevo modelo (1981-2006)”. Capítulo 7. *Historia Económica de Colombia*. Compilador: Jose Antonio Ocampo. Fedesarrollo.
- Lopez, H. (2012). El mercado laboral colombiano: tendencias de largo plazo. Libro: El mercado de trabajo en Colombia hechos, tendencias e instituciones. Banco de la República
- Rincón, H. y A. Velasco (eds.), “Flujos de Capitales, Choques Externos ty Respuestas de Política en Países Emergentes”, Bogotá, Banco de la República, 2013

Ruiz, J., Viola, M., Gurza, A & Dos Santos, E. (2014). El uso de políticas macroprudenciales en América Latina: ¿qué, cómo y por qué?. BBVA Research. Observatorio Económico América Latina.

Urrutia, M. & C. Fernández. (2003). “Política Monetaria Expansiva en Épocas de Crisis. El Caso Colombiano en el Siglo XX. ¿No se Quiso o no se Pudo ser Contracíclico?”. Banco de la República. Revista del Banco de la República.

Urrutia, M & J. Llano. (2012). “Los actores en la Crisis Económica de Fin de Siglo”. Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico. Universidad de los Andes.

Santamaria, M. (2011). “Efectos de la Reforma Ley 100 en Salud: Propuesta de Reforma”. Fedesarrollo.

Steiner, R. (2009). “La política económica contra-cíclica: alternativas, resultados y recomendaciones”. Debates de Coyuntura Económica. Fedesarrollo.

Tovar, C., García-Escribano, M. & Vera, M. (2012). “El crecimiento del crédito y la efectividad de los requerimientos de encajes y otros instrumentos macroprudenciales en América Latina. Revista Estudios Económicos 24. Banco Central de la Reserva del Perú.

Vegh, C & Vulletin, G. (2014). “Social Implications of Fiscal Policy Responses during Crisis”. NBER WP. 18497.

Villar, L., Salamanca, D. & Murcia, A. (2005). “Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003”. Desarrollo y Sociedad. No. 55.

Villar, L. (2014), “Banco Central Independiente y Política Monetaria Contracíclica”, en Revista Javeriana, No. 805, Tomo 150, Año 81, Junio.

Zarate, J., Cobo, A. & Gómez, J. (2012). “Lecciones de las Crisis Financiera Recientes para el Diseño y la Implementación de las Políticas Monetarias y Financiera en Colombia”. *Borradores de Economía*. No. 708. Banco de la República.