



# La región frente a los choques externos

Ana Fernanda Maiguashca  
Codirectora, Junta Directiva Banco de la República

Septiembre 2018

1



## Lecciones y Retos

EL CHOQUE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: COMO FUE?

EL AJUSTE EN LA TEORÍA

EL AJUSTE RECIENTE

LECCIONES

RETOS



# Lecciones y Retos

EL CHOQUE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: COMO FUE?

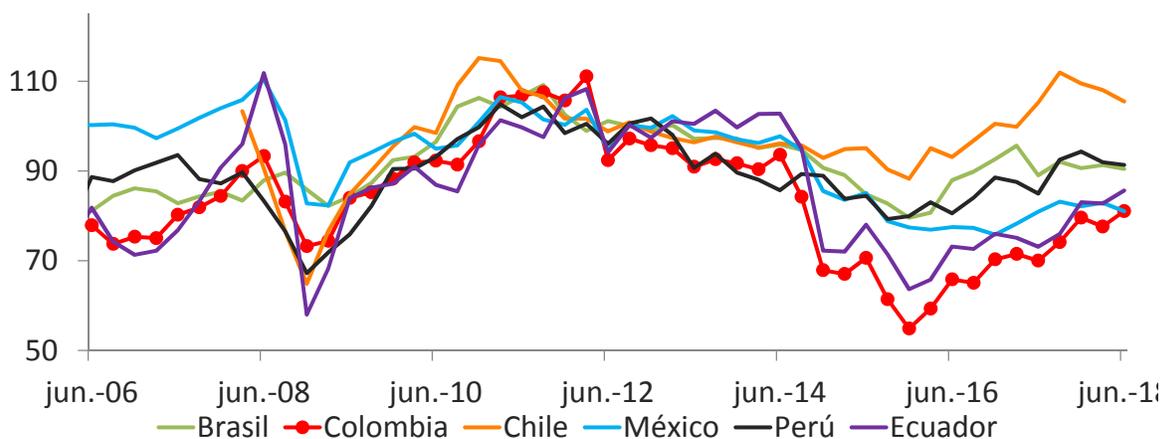
EL AJUSTE EN LA TEORÍA

EL AJUSTE RECIENTE

LECCIONES

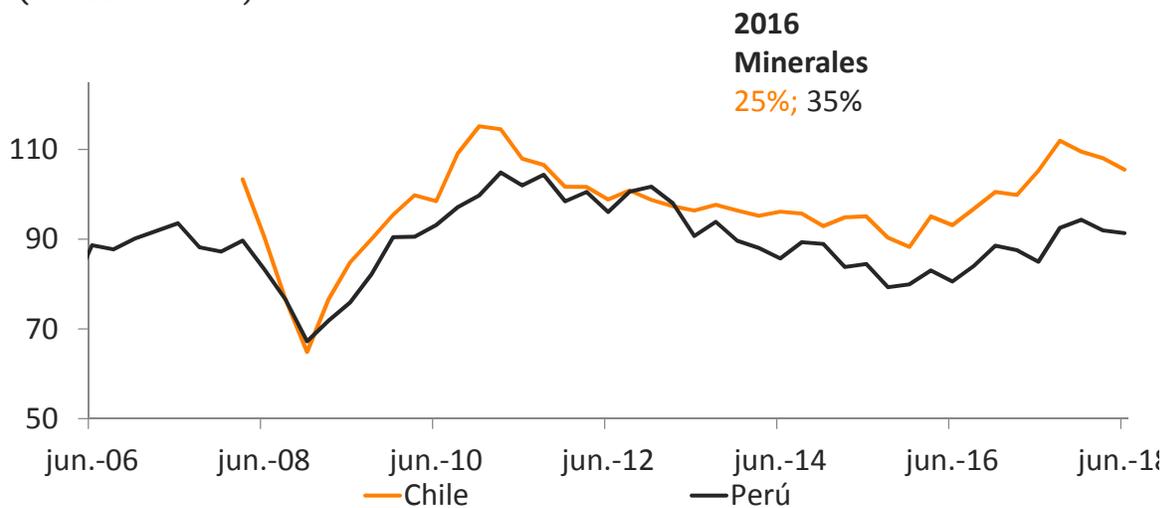
RETOS

Choques: Términos de intercambio  
(Índice 2012=100)



Fuente: Datastream.

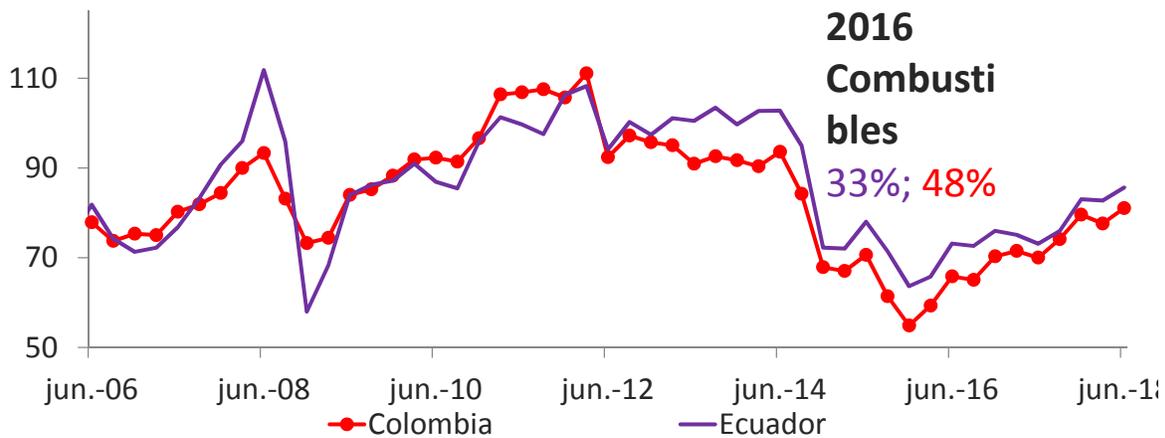
### Choques: Términos de intercambio (Índice 2012=100)



Fuente: Datastream.

5

### Choques: Términos de intercambio (Índice 2012=100)

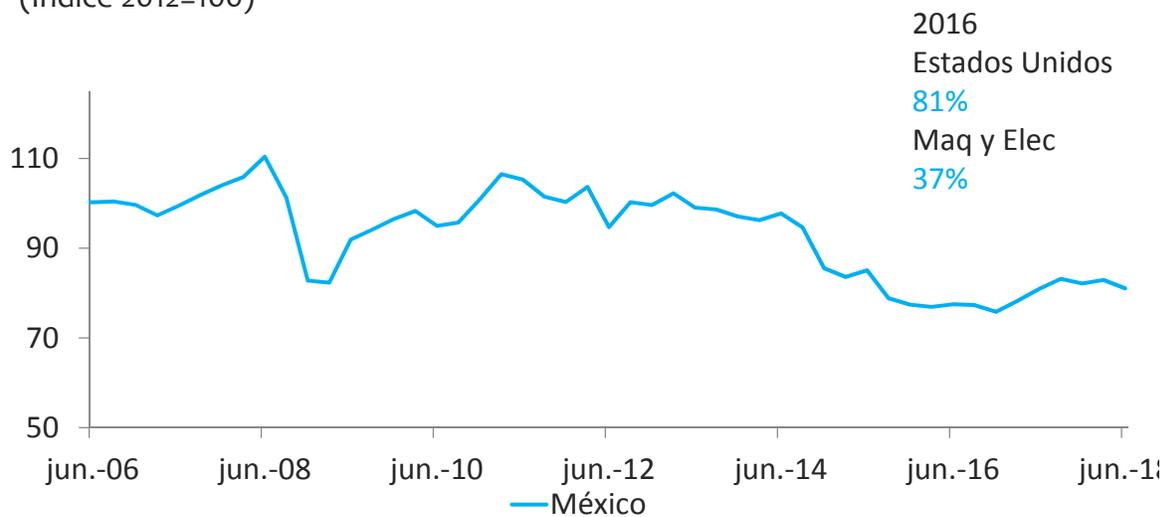


Fuente: Datastream.

6

## Choques: Términos de intercambio

(Índice 2012=100)

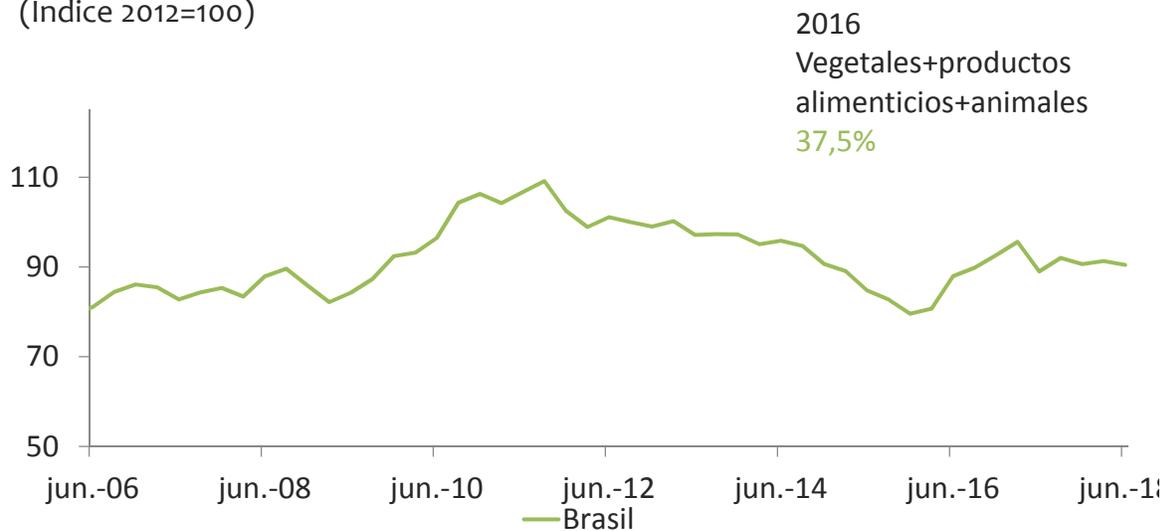


Fuente: Datastream.

7

## Choques: Términos de intercambio

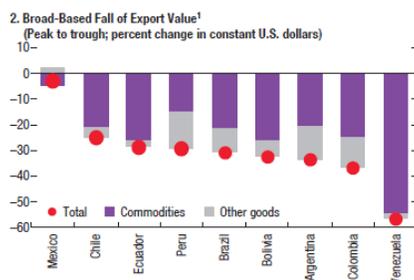
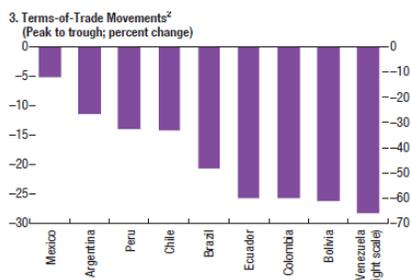
(Índice 2012=100)



Fuente: Datastream.

8

## Otra medida del choque

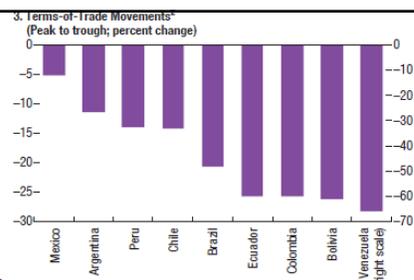
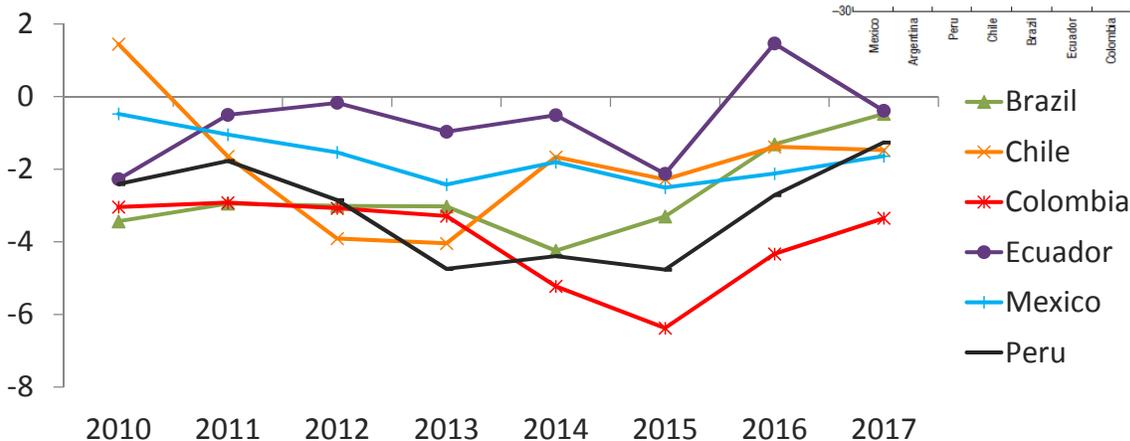


Sources: IMF, World Economic Outlook database; UN Comtrade; U.S. Bureau of Labor Statistics; and IMF staff calculations.  
 Note: Trade values in constant U.S. dollars have been deflated by the U.S. Consumer Price Index for all urban consumers (all items). LAC = Latin America and the Caribbean.  
<sup>1</sup>Peak and trough are defined using annual data for 2010–15. For export values the peak to trough years for Argentina, Brazil, and Chile correspond to 2011 to 2015; for Colombia, Peru, and Venezuela to 2012 to 2015; for Ecuador to 2013 to 2015; and for Bolivia and Mexico to 2014 to 2015.  
<sup>2</sup>Peak and trough are defined using annual data for 2010–16. For terms of trade the peak to trough years for Bolivia, Colombia, and Venezuela correspond to 2012 to 2016; for Ecuador and Peru to 2011 to 2016; for Brazil to 2011 to 2015; for Chile to 2010 to 2016; for Argentina to 2014 to 2015; and for Mexico to 2013 to 2015.

Fuente: FMI WREO abr.2017

9

## Déficit de cuenta corriente (% del PIB)

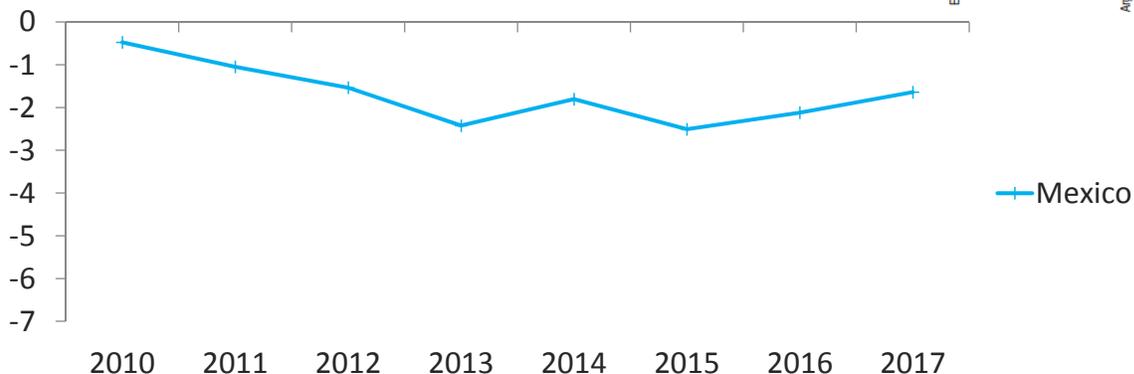


Fuente: FMI

10

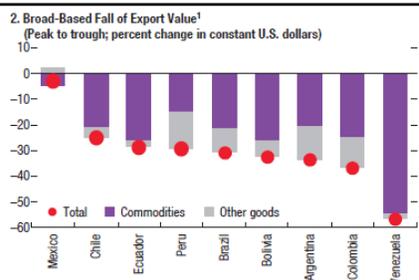
# Déficit de cuenta corriente (% del PIB)

## Mexico

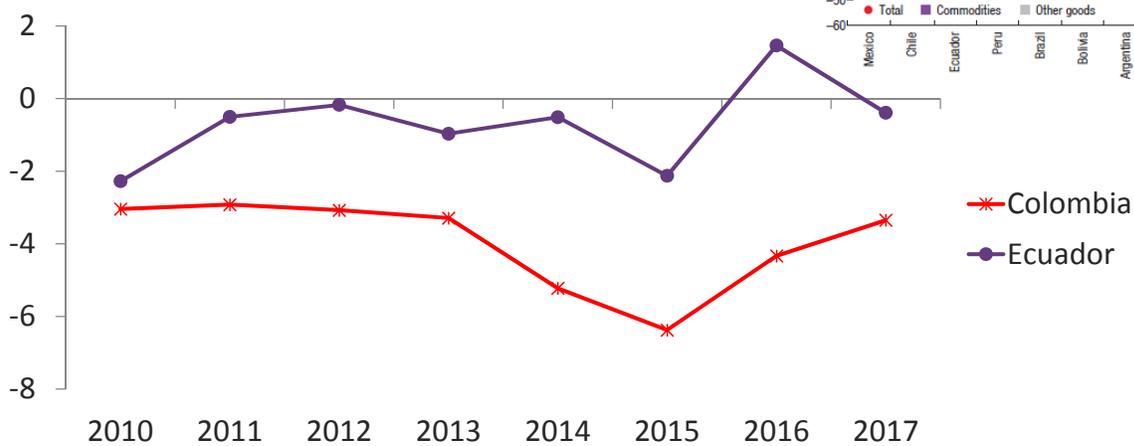


Fuente: FMI

11

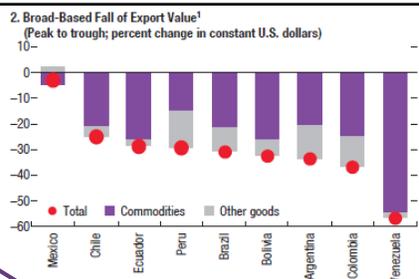


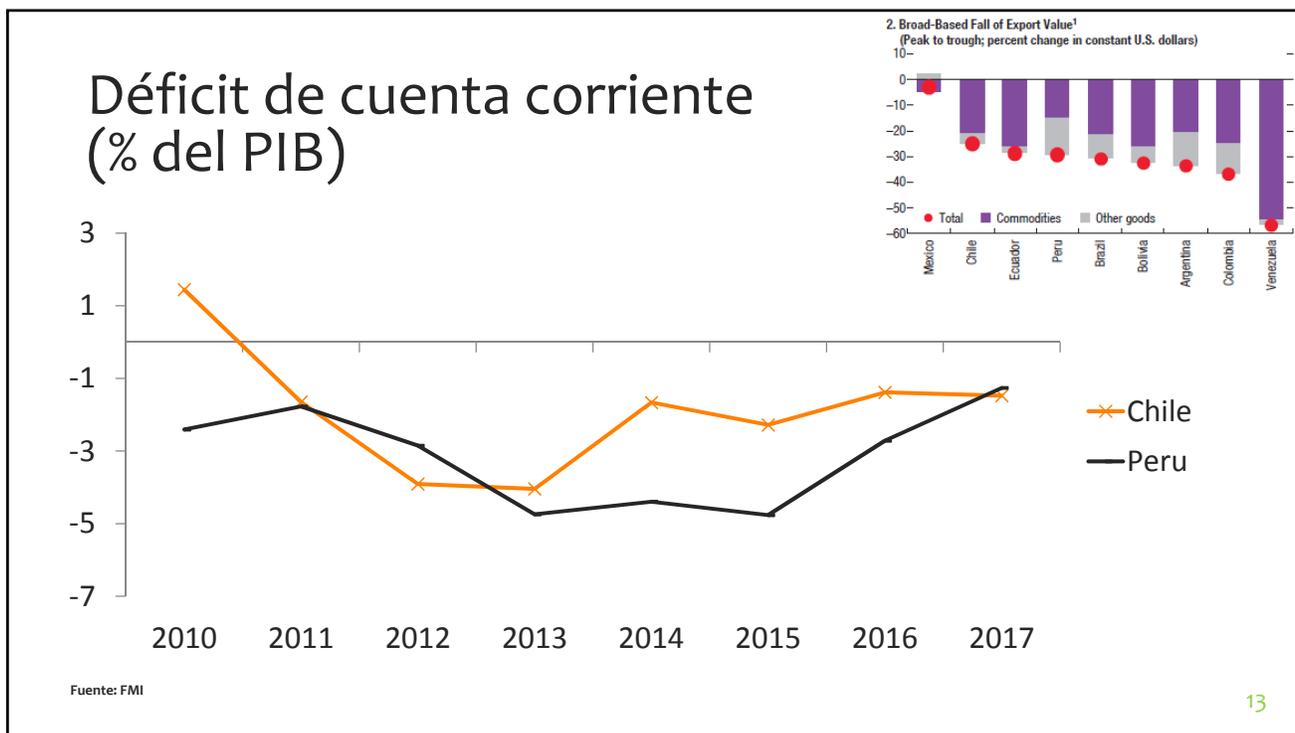
# Déficit de cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: FMI

12





# Lecciones y Retos

- EL CHOQUE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: COMO FUE?
- EL AJUSTE EN LA TEORÍA
- EL AJUSTE RECIENTE
- LECCIONES
- RETOS

## La Teoría

- Conceptualmente el ajuste externo a un choque de términos de intercambio se da a través de dos efectos:
  - El efecto ingreso: golpe al poder adquisitivo, desaceleración de la demanda interna y en consecuencia de las importaciones
  - El efecto de sustitución de gasto: mayores exportaciones, menores importaciones / recomposición de la producción hacia el sector transable

Fuente: WREO, FMI; abr. 2017

“Conceptually, external adjustment to terms-of trade shocks takes place through both income and expenditure-switching effects. On the one hand, the **income effect** reflects the **reduction in purchasing power** associated with weaker terms of trade, leading to a **compression of domestic demand** and thereby of **imports**. On the other hand, the relative price change results in an **expenditure-switching effect** that leads to higher **exports** and a shift in the composition of domestic consumption **away from foreign goods toward domestic goods** on the demand side, as well as a **shift in resources from the nontradable to the domestic tradable sector** on the supply side”



## Lecciones y Retos

EL CHOQUE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: COMO FUE?

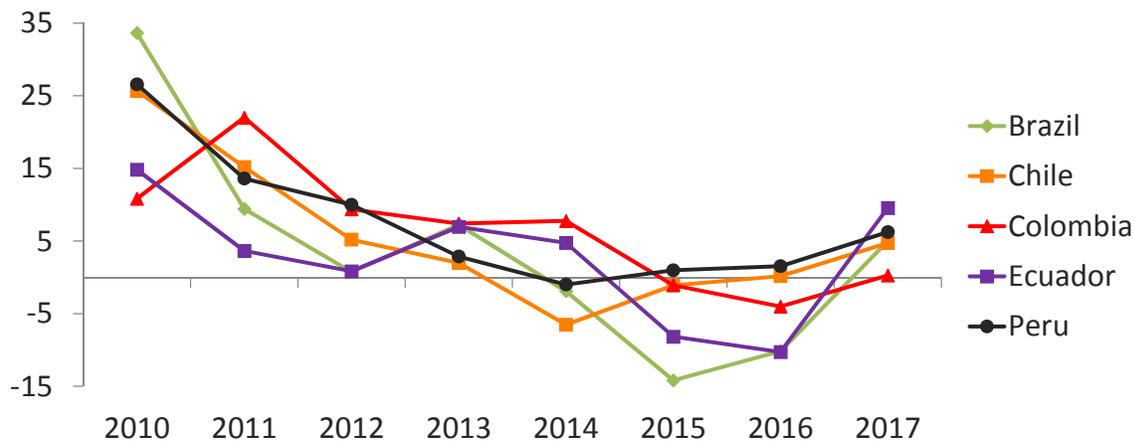
EL AJUSTE EN LA TEORÍA

EL AJUSTE RECIENTE

LECCIONES

RETOS

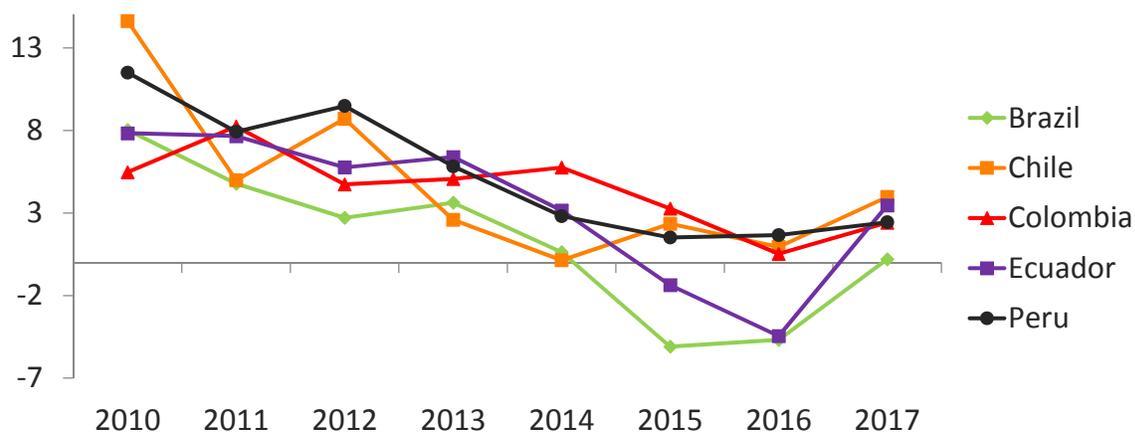
### El efecto ingreso Volumen de importaciones (variación porcentual anual)



Fuente: Bloomberg

17

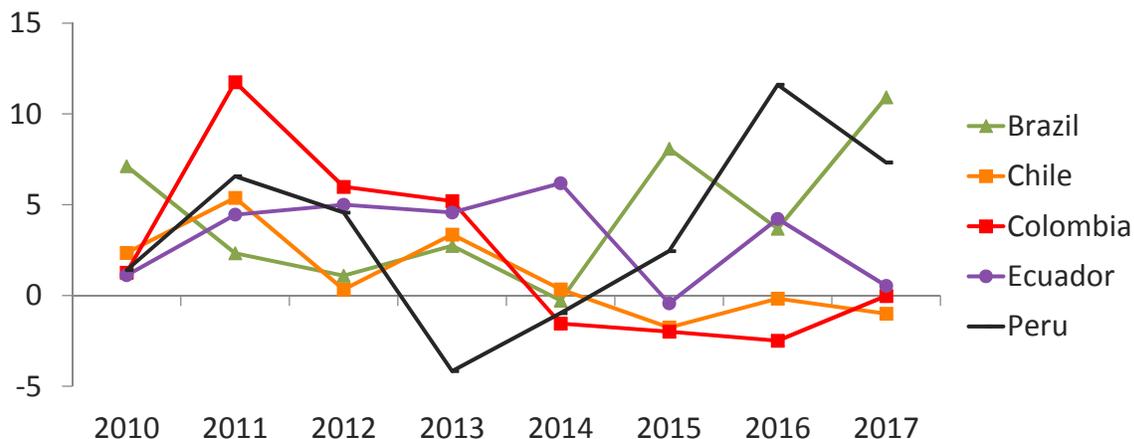
### El efecto Ingreso Crecimiento de la Demanda Interna (variación porcentual anual)



Fuente: Bloomberg

18

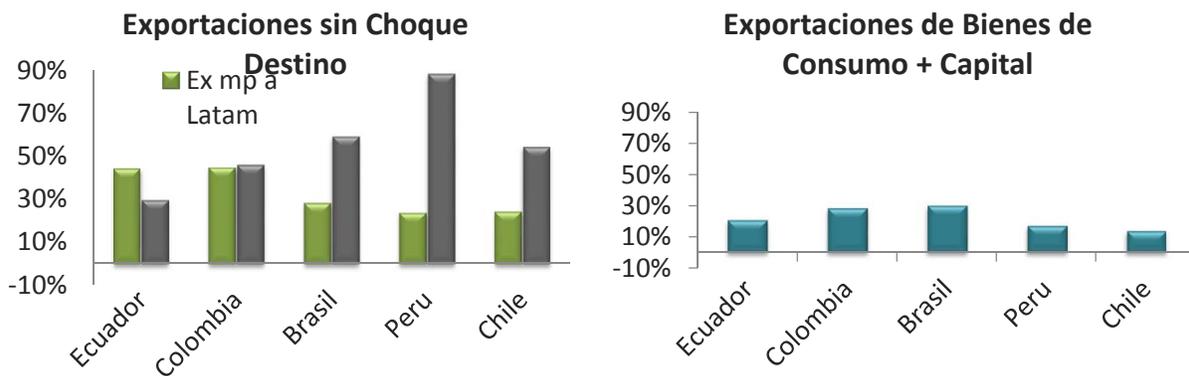
### El efecto sustitución Volumen de exportaciones (variación porcentual anual)



Fuente: FMI

19

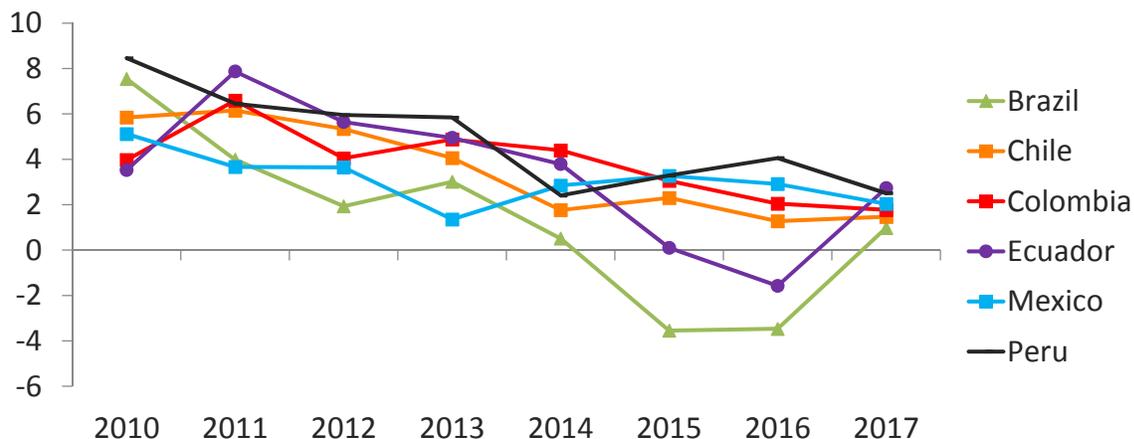
### Las exportaciones aun reaccionan menos de lo deseable



Fuente: Banco Mundial, WTIS

20

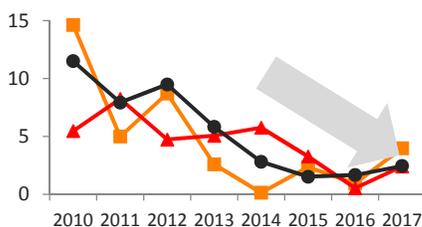
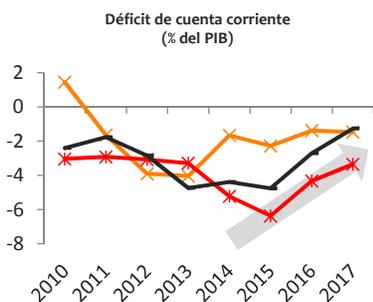
## Crecimiento del PIB (variación porcentual anual)



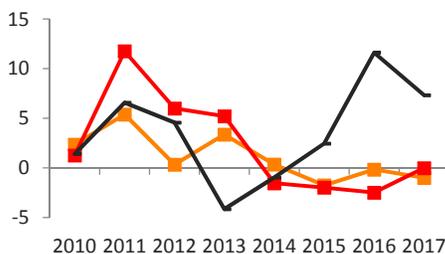
Fuente: FMI

21

Sigue siendo mayor el efecto ingreso que el efecto sustitución...en otras palabras, el ajuste lo hacemos sobre todo a costa de la demanda interna



Crecimiento de la Demanda Interna  
(variación porcentual anual)



Volumen de exportaciones  
(variación porcentual anual)

- Las exportaciones aun no son el canal que nos permite mitigar los choques, al igual que en el pasado

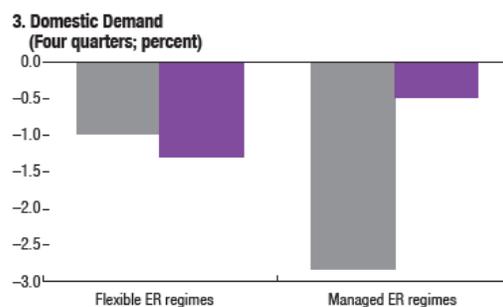
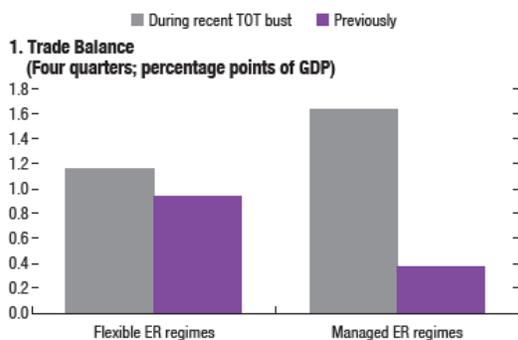


# Lecciones y Retos

- EL CHOQUE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: COMO FUE?
- EL AJUSTE EN LA TEORÍA
- EL AJUSTE RECIENTE
- LECCIONES**
- RETOS

## Sin embargo, los costos parecen haber disminuido...

**Figure 3.6. Cumulative Response of Latin American Economies to a 10 Percent Reduction in the Terms of Trade, 2000–16**



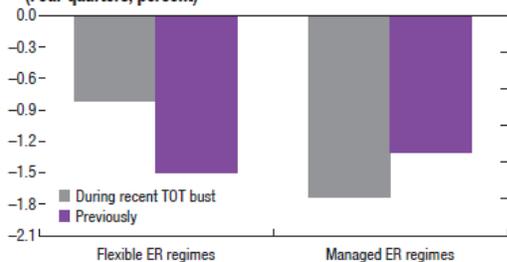
Sources: Haver Analytics; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.  
 Note: Lighter colors denote results that are not statistically significant. ER = exchange rate; TOT = terms of trade.

Fuente: WREO, FMI, 2017. Ejercicio contrafactual donde la importancia del mecanismo de sustitución se estima computando que pasaría en el choque si la respuesta en TCR se fija en cero a todos los horizontes y se compara con la respuesta sin restricciones para ver su contribución.

## La Inflexibilidad cambiaria se ha hecho más costosa

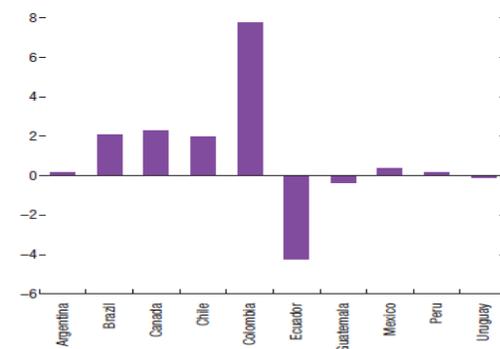
**Figure 3.8. Exchange Rate Flexibility Reduces the Domestic Sacrifice Ratio of Adjustment in Latin America**

**1. Reduction in Domestic Demand Necessary to Reduce External Deficit by One Percentage Point of GDP (Four quarters; percent)**



Fuente: WREO, FMI, 2017

**Figure 3.12. Estimated Contribution of Real Effective Exchange Rate to Export Values, 2014–16**  
(Percent of 2012 export value; constant U.S. dollars)



Sources: IMF, Information Notice System database; UN Comtrade; and IMF staff calculations.  
Note: The figure shows the total estimated contribution of movements in the real effective exchange rate during 2013–15 to export values in 2014–16. Pooled product-level elasticities are used, with countries varying according to the relative importance of each product in their export baskets and the variation in their real effective exchange rate.

25



## Lecciones y Retos

EL CHOQUE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: COMO FUE?

EL AJUSTE EN LA TEORÍA

EL AJUSTE EN LA PRÁCTICA

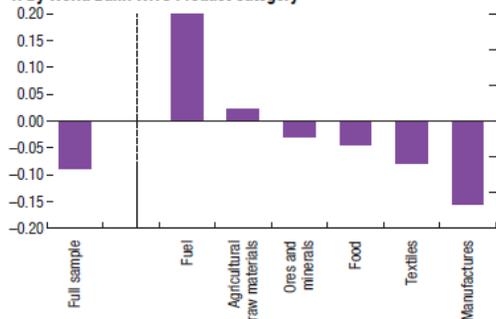
LECCIONES

RETOS

## Aun no somos buenos exportando aquello que nos permite reaccionar mejor ante los choques

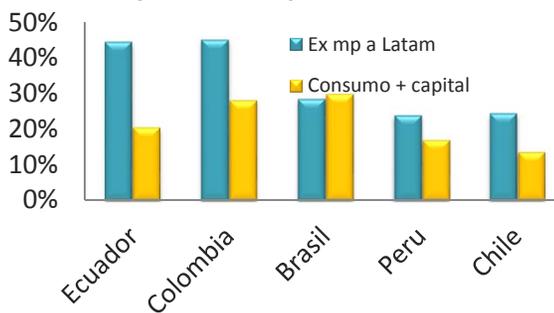
Figure 3.11. Pooled Real Effective Exchange Rate Elasticity of Export Market Shares, by Product Groups (Elasticity)

1. By World Bank WITS Product Category

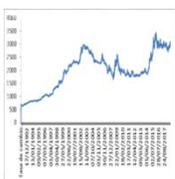


Fuente: WREO, FMI, abr. 2017, Banco Mundial, WITS

### Composición Exportaciones 2016

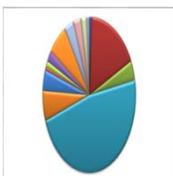


27



### Flexibilidad Cambiaria

### Diversificación de Exportaciones



### Brechas de infraestructura

Mercado de Capitales  
Estructura de Financiación  
Pagos Digitales  
Innovación Financiera

INNOVACIÓN FINANCIERA  
Pagos Digitales  
Estructura de Financiación  
Mercado de Capitales

- La fiducia ha sido un vehículo exitoso para **reducir fricciones de mercado**, entre agentes e intertemporales
- El reto es incrementar su capacidad de **cerrar brechas** en economías que aun son muy vulnerables ante las fluctuaciones de fuerzas externas
- Como todo el mercado financiero hay **innovaciones** que aprovechar
- Hay que pensar en **marcos mas flexibles** que nos permita a todos aprovechar la eficiencia que la tecnología nos está ofreciendo



## La región frente a los choques externos

---

Ana Fernanda Maiguashca  
Codirectora, Junta Directiva Banco de la República

Septiembre 2018