

## LA POLÍTICA ECONÓMICA FRENTE A LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS

José Antonio Ocampo  
Co-Director del Banco de la República  
29° Simposio de Mercado de Capitales.  
Asobancaria, Cartagena, Octubre 6 de 2017

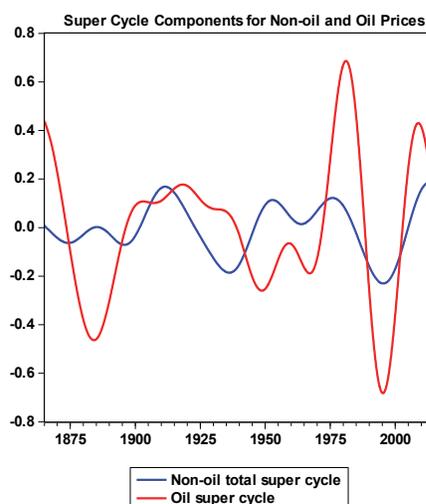
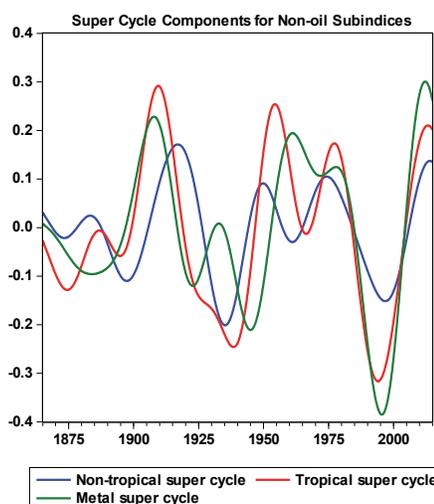
### LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS (1)

- ❖ La “dominancia de la balanza de pagos” es un régimen macroeconómico en el cual la dinámica de corto plazo está determinada fundamentalmente por choques externos, positivos y negativos.
- ❖ En nuestras economías, estos choques provienen básicamente de dos fuentes: los ciclos de precios de productos básicos y el comportamiento procíclico del financiamiento externo. Pueden también provenir de variaciones en el volumen del comercio internacional.
- ❖ Los más importantes son los ciclos de *mediano plazo*, más que la volatilidad de corto plazo.

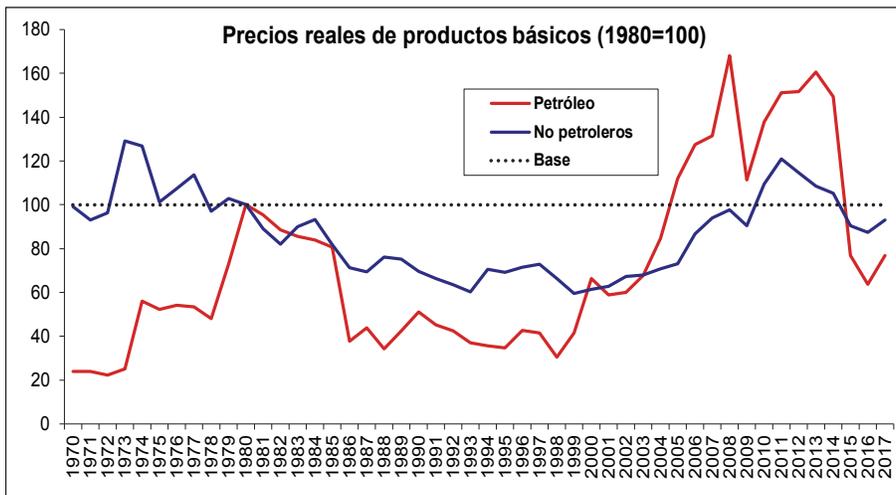
## LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS (2)

- ❖ Estos ciclos afectan directamente el gasto, el crecimiento del crédito y los precios de los activos...
- ❖ ... pero, además, reducen el margen para políticas anticíclicas e incluso generan una presión para adoptar políticas procíclicas.
- ❖ La política fiscal siempre puede ser anticíclica, pero enfrenta fuertes presiones económicas y de economía política para ser procíclica.
- ❖ Con movilidad de capitales, la política monetaria y cambiaria enfrenta directamente presiones procíclicas: tiende a verse obligada a escoger entre aceptar el comportamiento procíclico de la tasa de interés o el de la tasa de cambio.

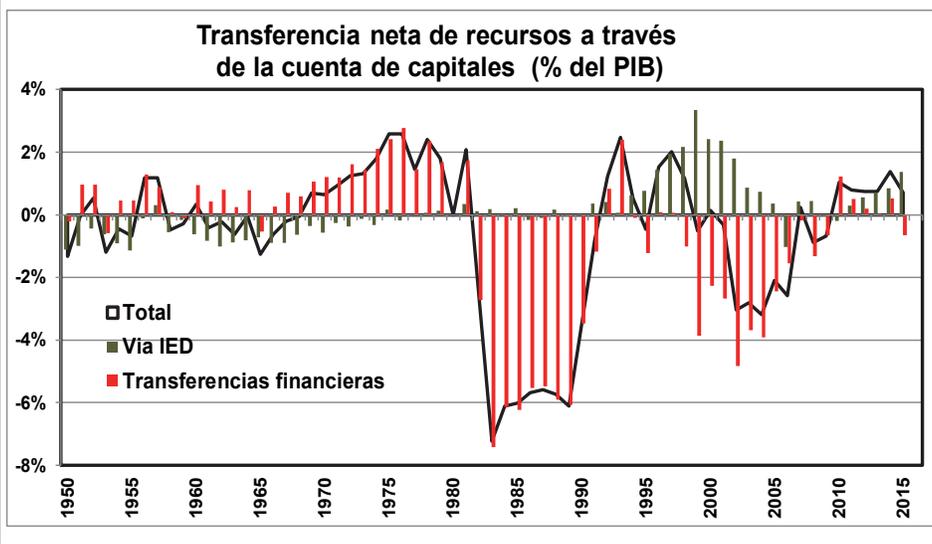
## LOS CICLOS DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE LARGA DURACIÓN



## LOS DOS CICLOS RECIENTES (EL SEGUNDO TODAVÍA EN CURSO)



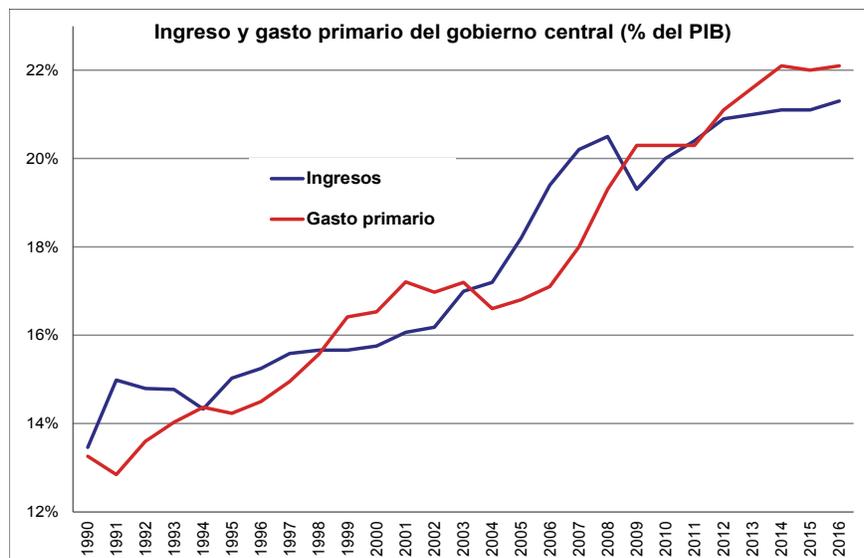
## EL FINANCIAMIENTO EXTERNO HA SIDO PROCICLICO... AUNQUE CON CICLOS CADA VEZ MÁS MODERADOS EN AL



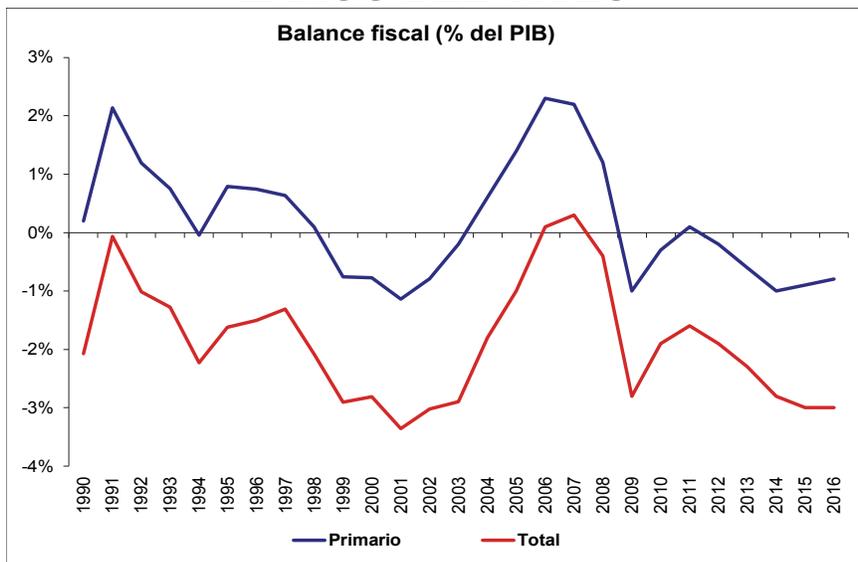
## EL DEBATE DE POLÍTICA: LAS REGLAS FISCALES

- ❖ El foco de las reglas fiscales:
  - ✓ Sostenibilidad fiscal a fines 1990s/comienzos 2000s
  - ✓ Reglas anticíclicas: Chile 2000, Colombia 2011
  - ✓ Un instrumento: los fondos de estabilización
- ❖ Las reglas anticíclicas son lo deseable, pero hay presiones procíclicas muy fuertes:
  - ✓ Financiamiento procíclico (algo menos en mercados de bonos nacionales)
  - ✓ Economía política: austeridad durante las crisis genera presiones para gastar durante los auges.
  - ✓ Políticas anticíclicas generaron déficit elevados.
- ❖ El comportamiento procíclico tiende a ser la regla. (Reconocido desde Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004).

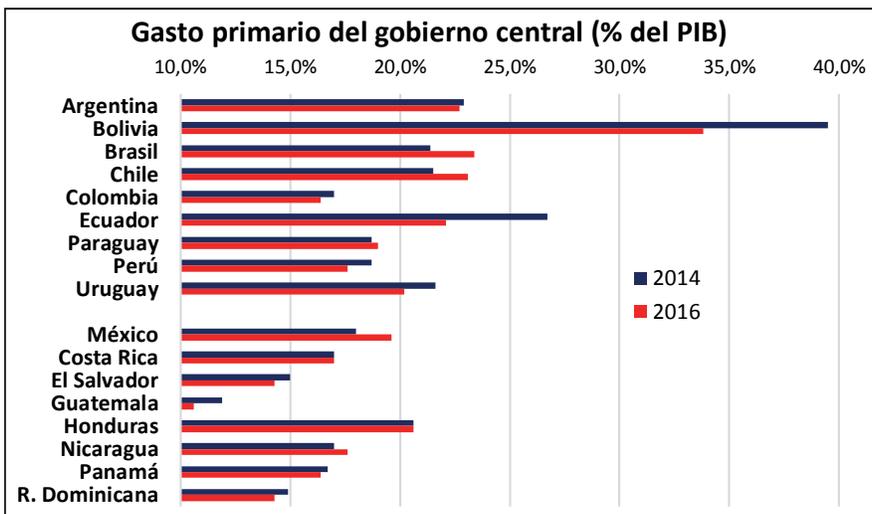
## EL GASTO PÚBLICO HA TENDIDO A SER PROCÍCLICO EN AMÉRICA LATINA



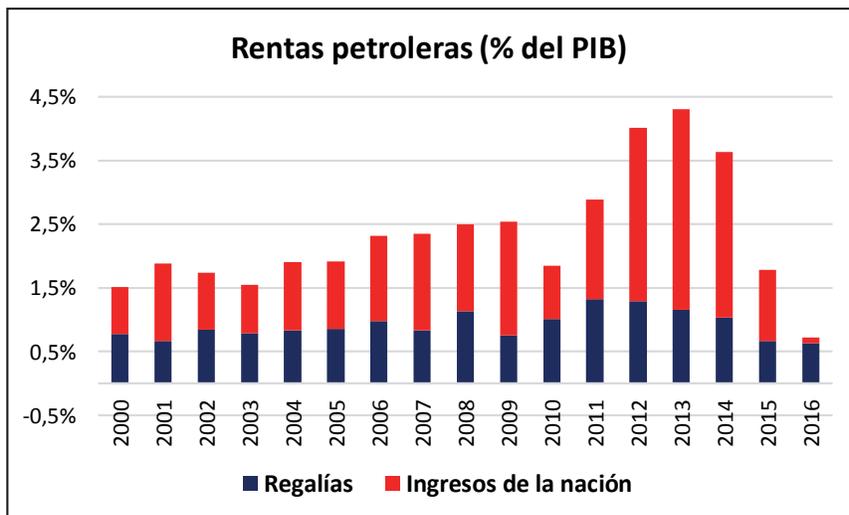
## EL MARGEN PARA POLÍTICAS ANTICÍCLICAS HA VARIADO A LO LARGO DEL CICLO



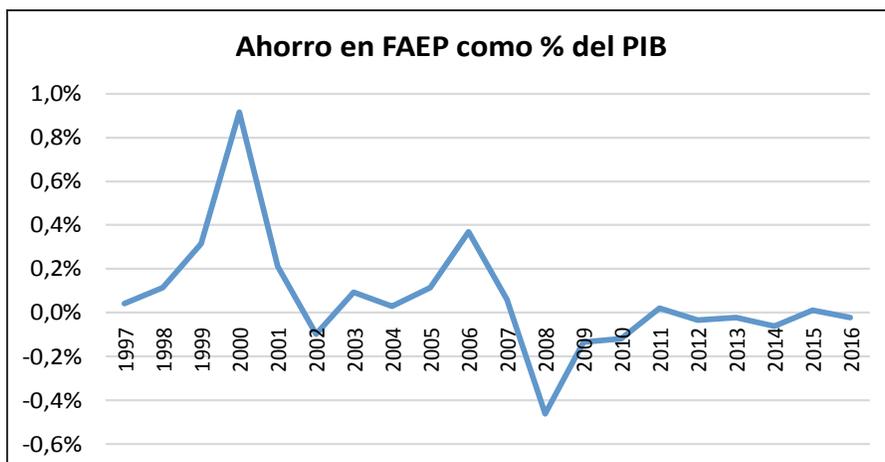
## HAY POCOS CASOS DE POLÍTICA FISCAL ANTICÍCLICA EN AÑOS RECIENTES



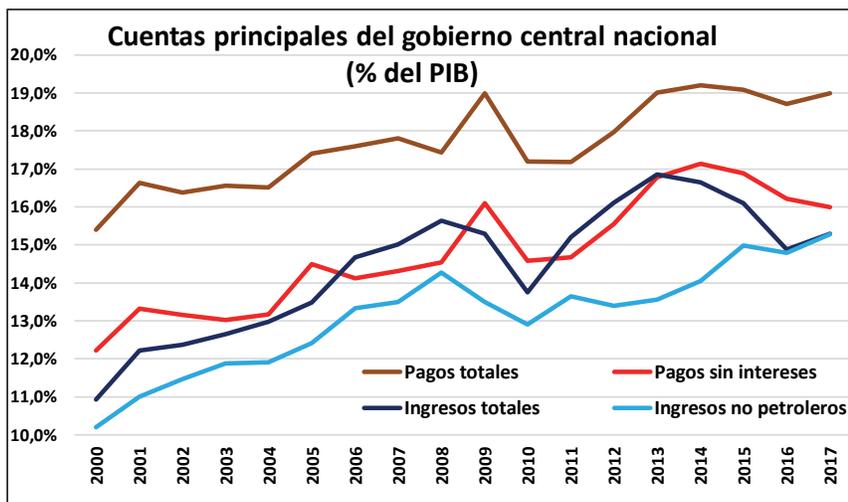
## EN COLOMBIA, LAS RENTAS FISCALES DE LA BONANZA PETROLERA FUERON CONSIDERABLES...



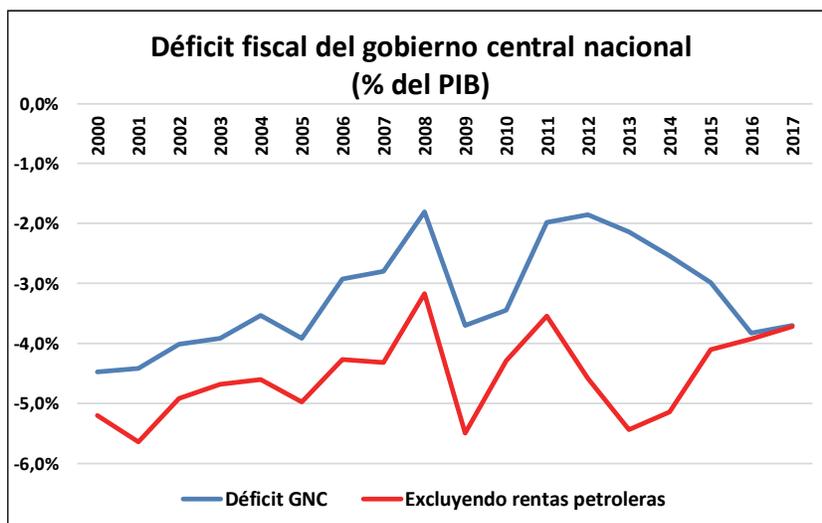
## ... PERO EL AHORRO FUE VIRTUALMENTE NULO



## EL GASTO PÚBLICO SE EXPANDIÓ CON LOS MAYORES INGRESOS...



## ... DEJANDO UN HUECO GRANDE CUANDO TERMINÓ LA BONANZA



## EL DEBATE DE POLÍTICA: POLÍTICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS (1)

- ❖ La visión dominante: la política óptima es la adopción de objetivos de inflación con tasas de cambio flexibles y libre movimiento de capitales.
- ❖ Problemas fundamentales:
  - ✓ En economías emergentes, la política monetaria enfrenta presiones procíclicas fuertes.
  - ✓ Esta política lleva a recalentamiento con sobrevaluación durante los auges externos...
  - ✓ ... y ajustes del PIB y de la tasa de cambio (y choque de oferta asociado sobre los precios) durante las crisis.
  - ✓ Los giros de la tasa de cambio real generan efectos procíclicos a través del valor de los pasivos externos netos en moneda nacional...
  - ✓ ... y la inestabilidad del tipo de cambio es un impuesto a la diversificación exportadora.

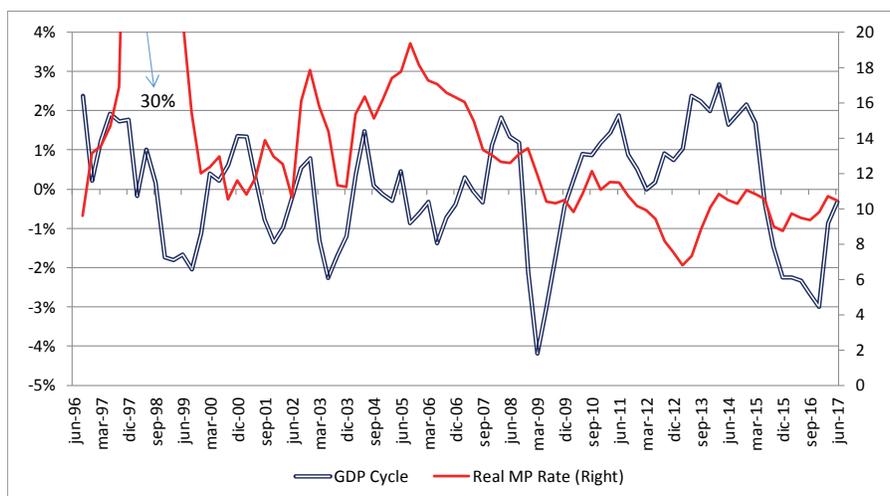
## EL DEBATE DE POLÍTICA: POLÍTICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS (2)

- ❖ Las alternativas: objetivos adicionales de los bancos centrales
  - ✓ EEUU: máximo empleo, precios estables, tasas de interés moderadas de largo plazo
  - ✓ En economías emergentes: inflación baja con crecimiento estable, balanza de pagos sostenible y tasa de cambio real competitiva y estable.
  - ✓ En todos los países: estabilidad financiera.
- ❖ Dos maneras como se han incluido los objetivos cambiarios:
  - ✓ Intervenciones en los mercados cambiarios y acumulación de reservas = fuerte preferencia por regímenes cambiarios intermedios.
  - ✓ Regulaciones a los flujos de capital y otras medidas “macroprudenciales” con esos efectos

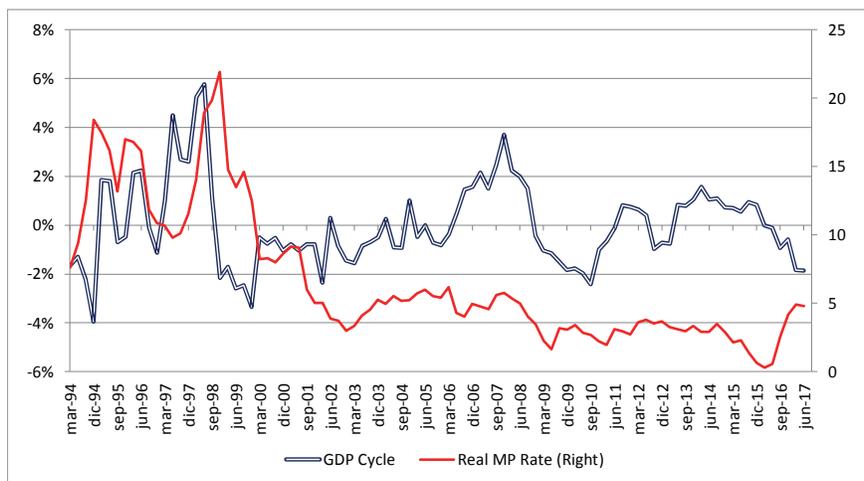
## LOS MÁRGENES PARA POLÍTICAS MONETARIAS ANTICÍCLICAS HAN SIDO ESCASOS

Correlación entre las tasas de interés reales de política y el ciclo económico (trimestral)				
	1996-2017	1996-2003	2004-2013	2014-2017
Brasil	-0,0950	-0,1161	-0,2909	<b>0,7774</b>
Colombia	0,0869	0,2358	<b>0,4256</b>	-0,4845
Chile	0,0835	0,2127	0,1747	-0,2933
México	<b>0,4414</b>	<b>0,6370</b>	0,1572	0,1473
Perú	0,0059	-0,1280	0,0171	<b>0,6338</b>

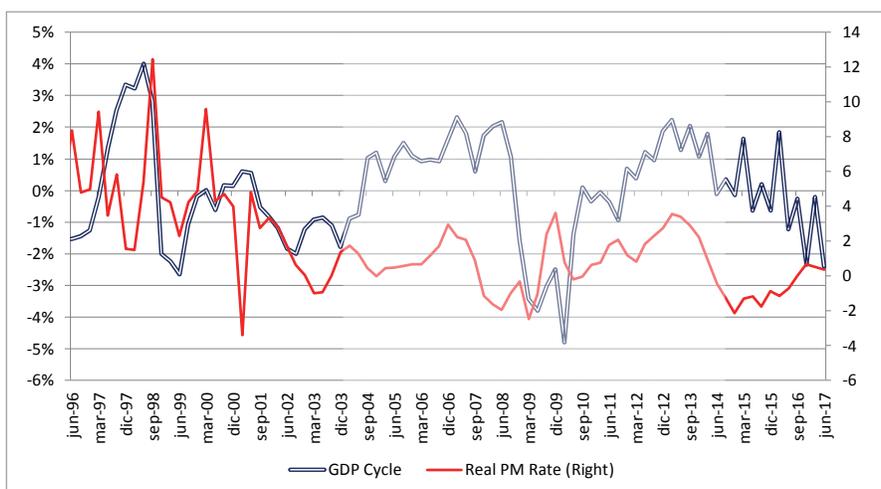
## BRASIL: MANEJO ESENCIALMENTE PROCÍCLICO



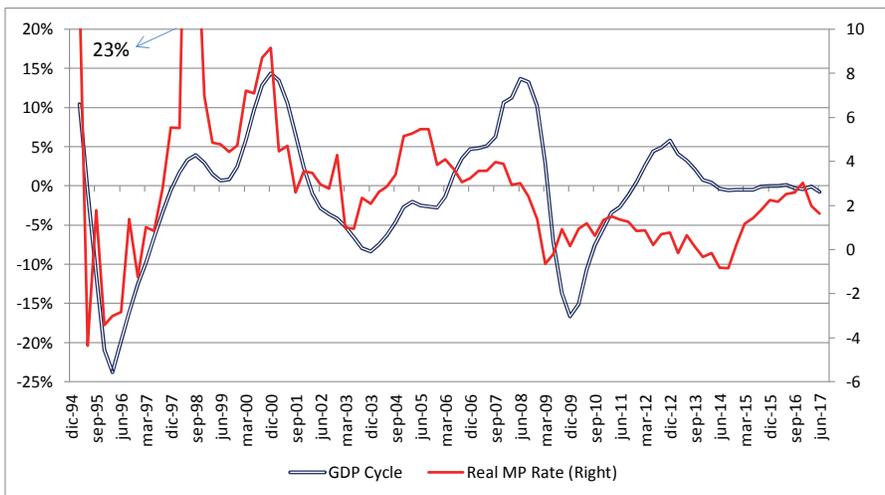
## COLOMBIA: ANTICÍCLICO EN 2004-13, PROCÍCLICO EN LA CRISIS



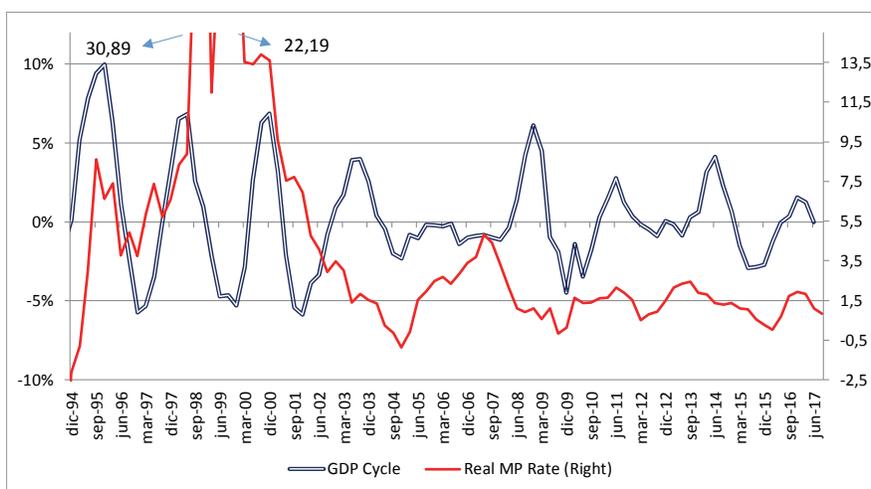
## CHILE: SIN UN PATRÓN CLARO



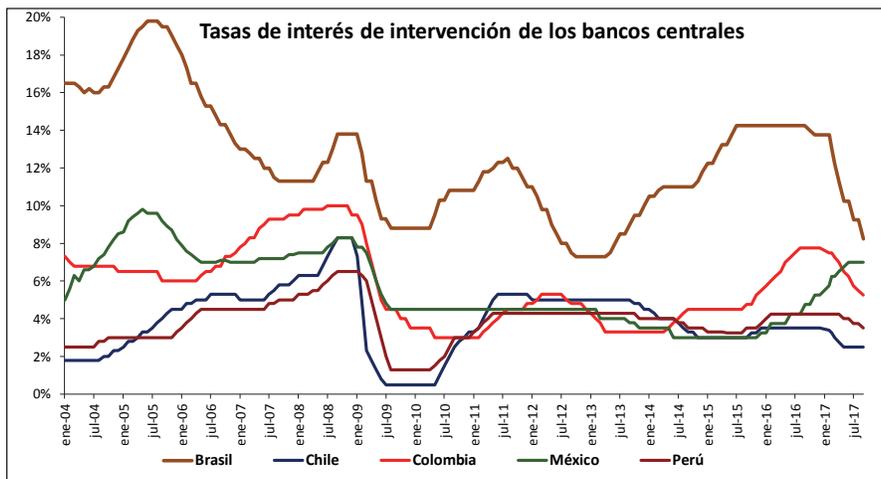
## MÉXICO: ANTICÍCLICO EN 1996-2003, POCO CLARO DESDE ENTONCES



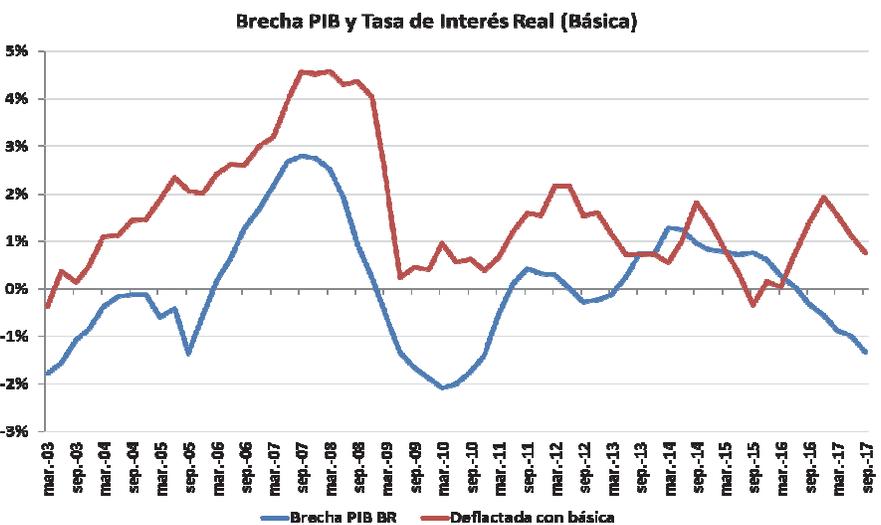
## PERÚ: DE UN PATRON PROCÍCLICO A UNO ANTICÍCLICO



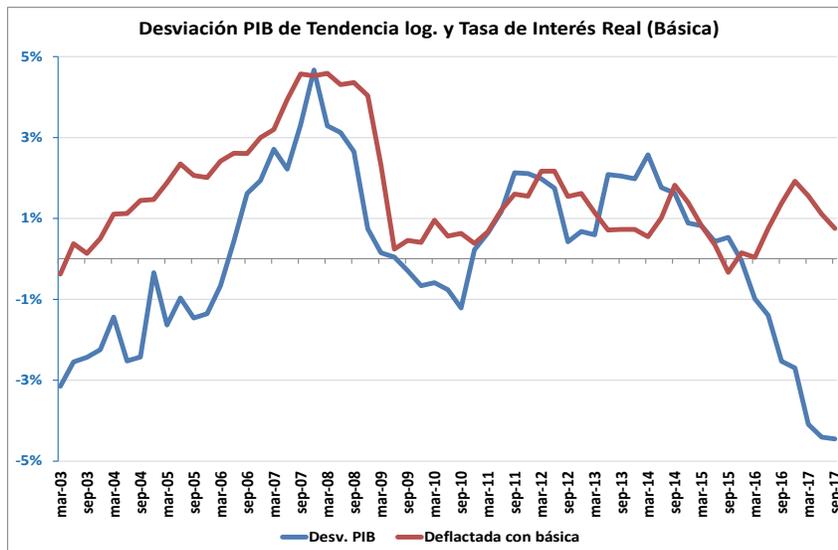
## EL MOMENTO ANTICÍCLICO MÁS CLARO FUE EN TORNO A LA CRISIS DE 2008-09



## UNA MIRADA ADICIONAL AL CASO COLOMBIANO (1)



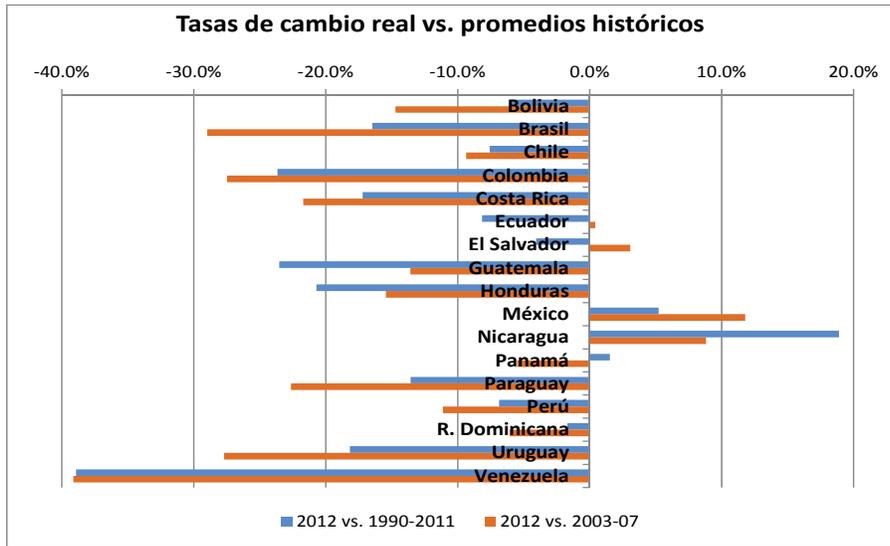
## UNA MIRADA ADICIONAL AL CASO COLOMBIANO (2)



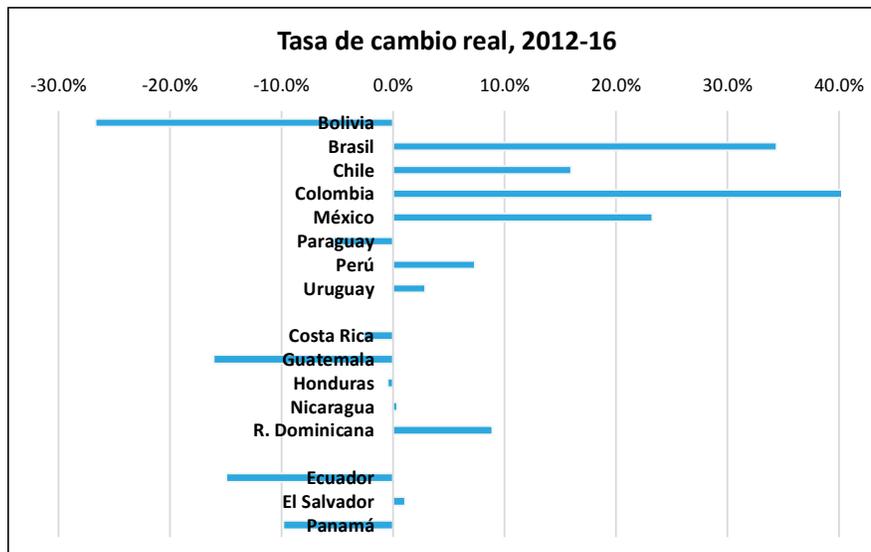
## LOS DESAFIOS QUE GENERAN LAS CUENTAS EXTERNAS

- ❖ El tipo de cambio se tiende a revalorar durante los auge y devaluar durante las crisis, particularmente bajo regímenes de cambio más flexibles.
- ❖ Este comportamiento tiene efectos procíclicos.
- ❖ Tienen a generar además déficit en cuenta corriente durante los auge, que obligan a ajustes fuertes durante las crisis... reforzando el comportamiento procíclico.
- ❖ Esto fue particularmente severo durante el auge reciente, porque América Latina y Colombia se sobregastaron el auge de términos de intercambio.

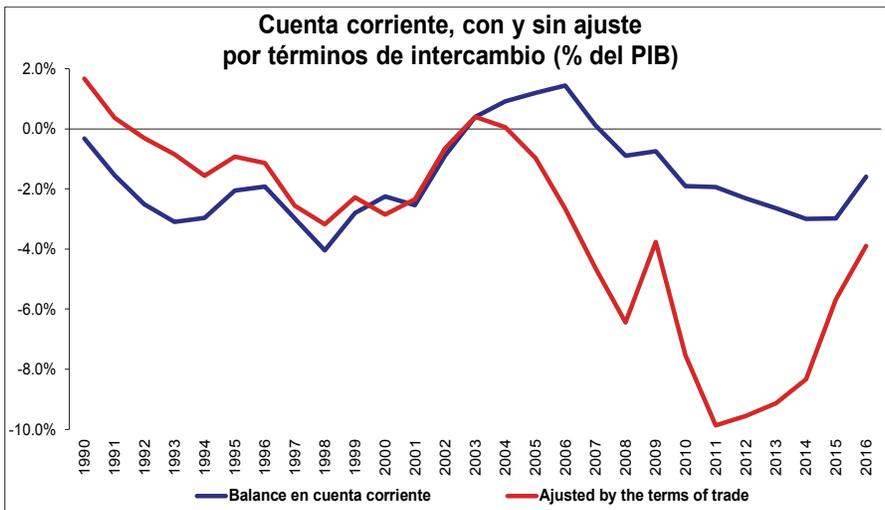
## TENDENCIA GENERALIZADA A LA REVALUACIÓN HASTA 2012...



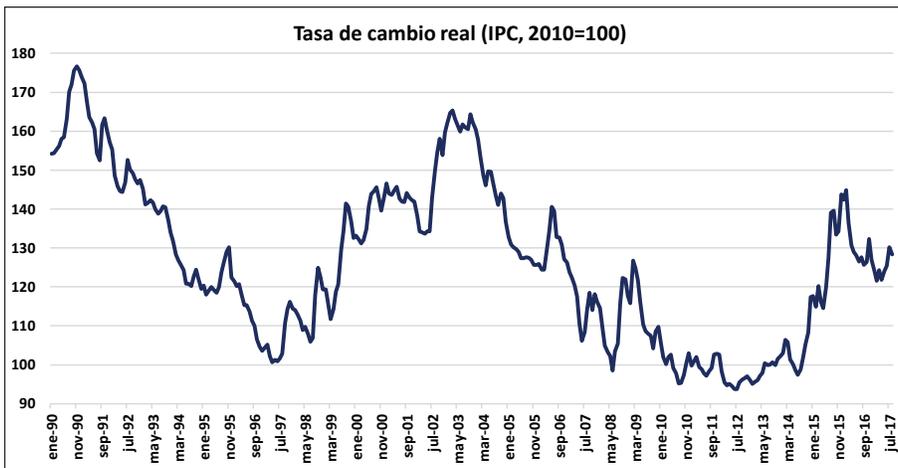
## ... QUE SE HA CORREGIDO EN FORMA MUY DIVERSA



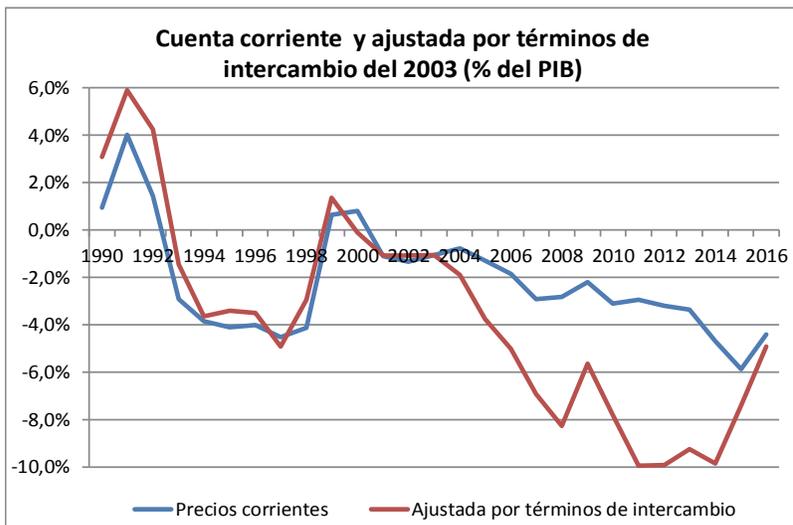
## AMÉRICA LATINA GASTÓ EL AUGE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, LO QUE OBLIGÓ A UN AJUSTE FUERTE



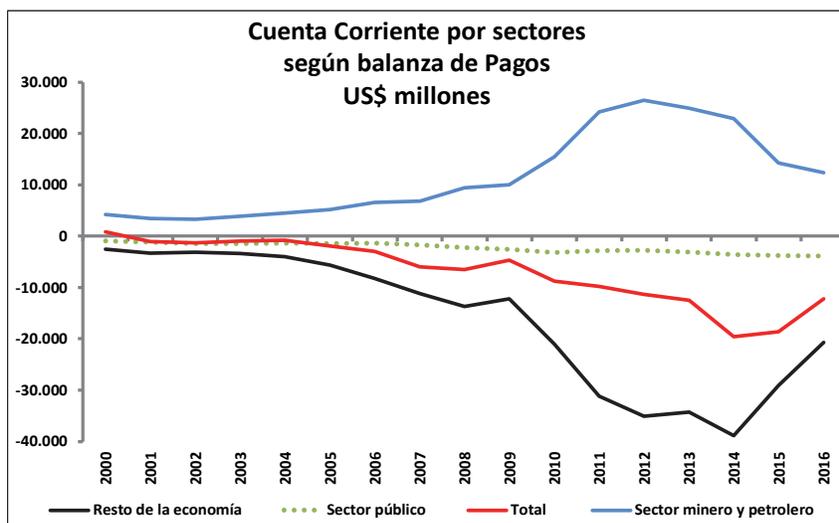
## COLOMBIA EXPERIMENTÓ EL PERÍODO MÁS LARGO DE REVALUACIÓN DE SU HISTORIA



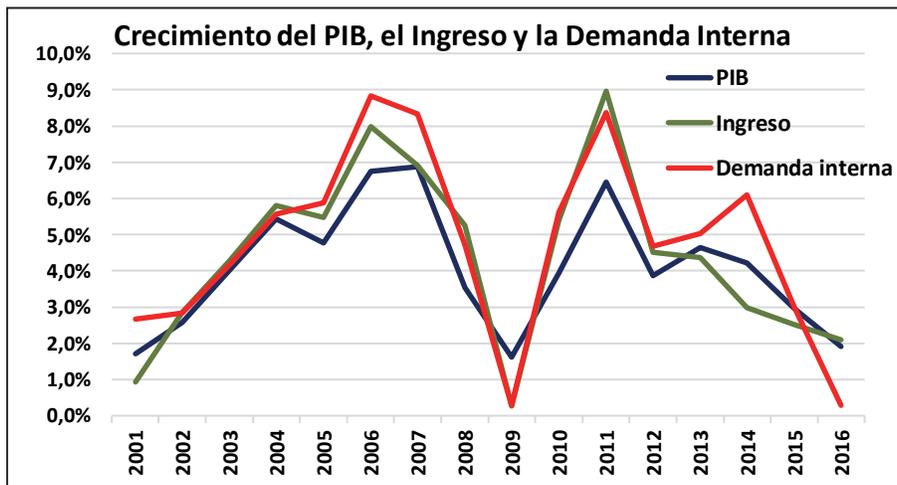
## SE SOBREGASTÓ EL AUJE PETROLERO, LO QUE OBLIGÓ IGUALMENTE A UN AJUSTE FUERTE



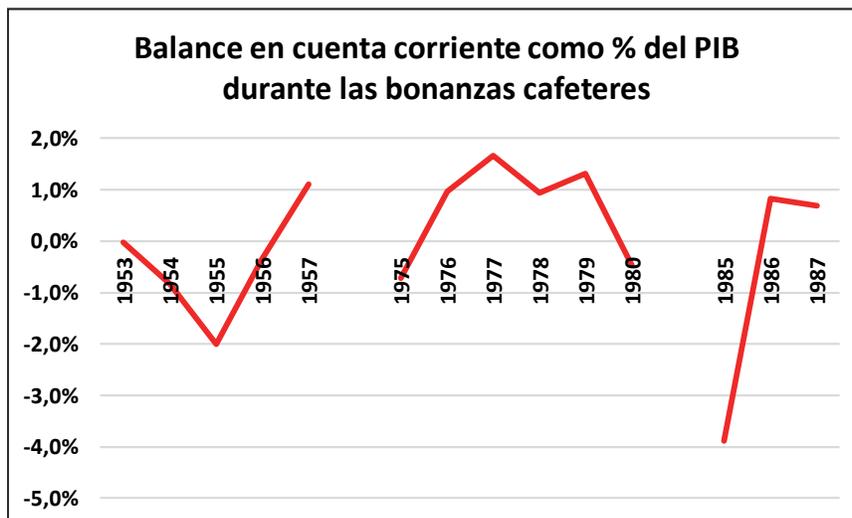
## ESTO SE EVIDENCIA TAMBIÉN CUANDO SE DIVIDE LA CUENTA CORRIENTE ENTRE SECTOR ENERGÉTICO-MINERO Y RESTO



## SE EVIDENCIA IGUALMENTE EN LA DINÁMICA DE LA DEMANDA INTERNA VS. EL INGRESO BRUTO Y EL PIB



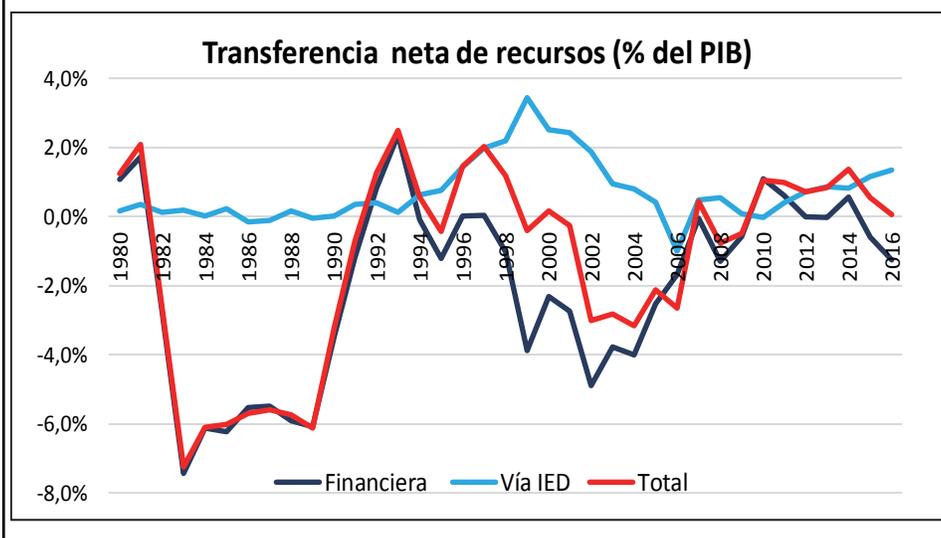
## NO SIEMPRE FUE ASÍ: DURANTE ALGUNAS BONANZAS CAFETERAS SE GENERABA SUPERÁVIT EXTERNO



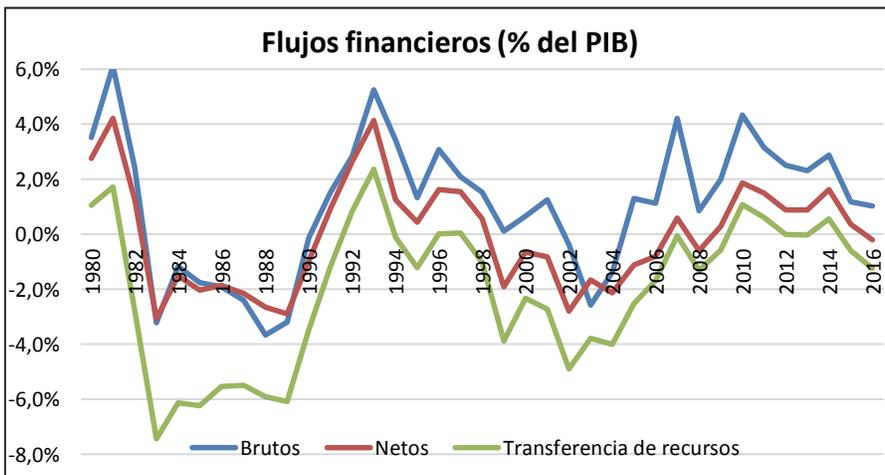
## LAS BUENAS NOTICIAS EN MATERIA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO

- ❖ Las crisis de financiamiento externo se han tornado mucho menos fuertes.
- ❖ Algunas explicaciones están relacionadas con factores externos: abundante liquidez internacional y “búsqueda de rendimiento” de los inversionistas de países desarrollados.
- ❖ Pero otras son internas: fortaleza que genera la reducción del endeudamiento externo neto...
- ❖ ...uno de cuyos elementos esenciales es la acumulación de reservas internacionales.
- ❖ Los flujos de capital nacionales tienen también un comportamiento anticíclico.

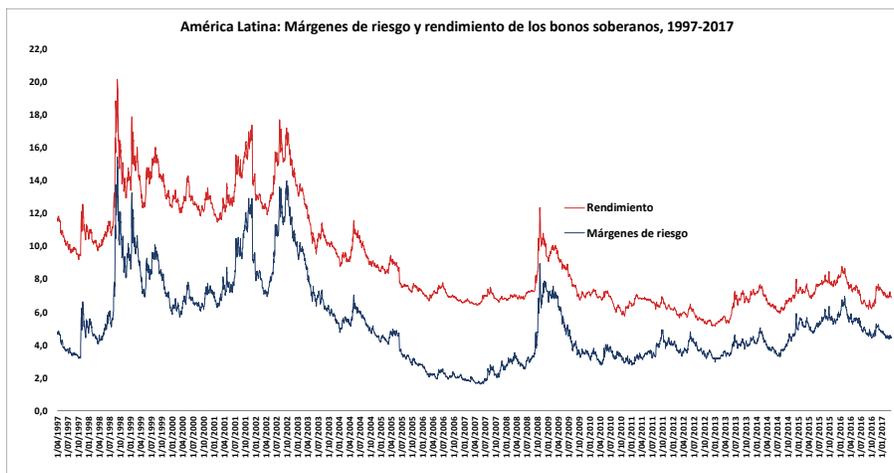
## DESDE EL PUNTO DE VISTA FINANCIERO, LAS CRISIS HAN SIDO CADA VEZ MÁS DÉBILES (1)



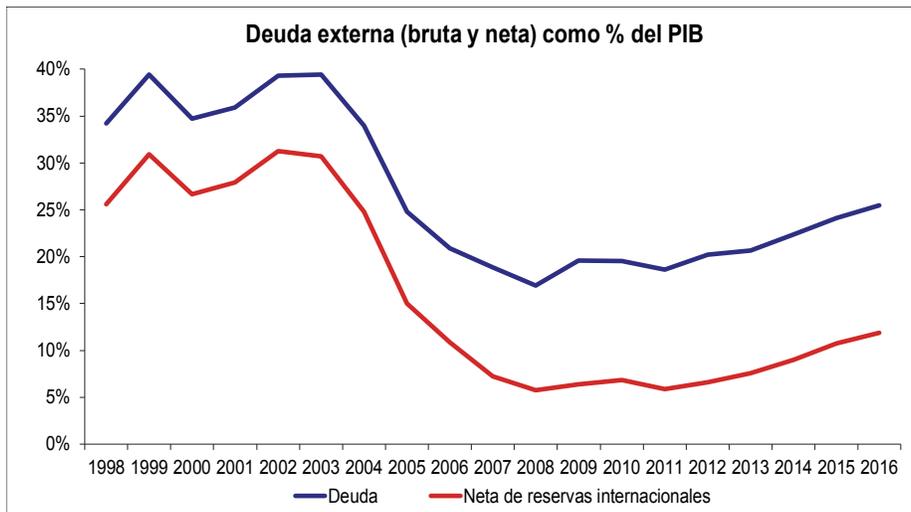
## DESDE EL PUNTO DE VISTA FINANCIERO, LAS CRISIS HAN SIDO CADA VEZ MÁS DÉBILES (2)



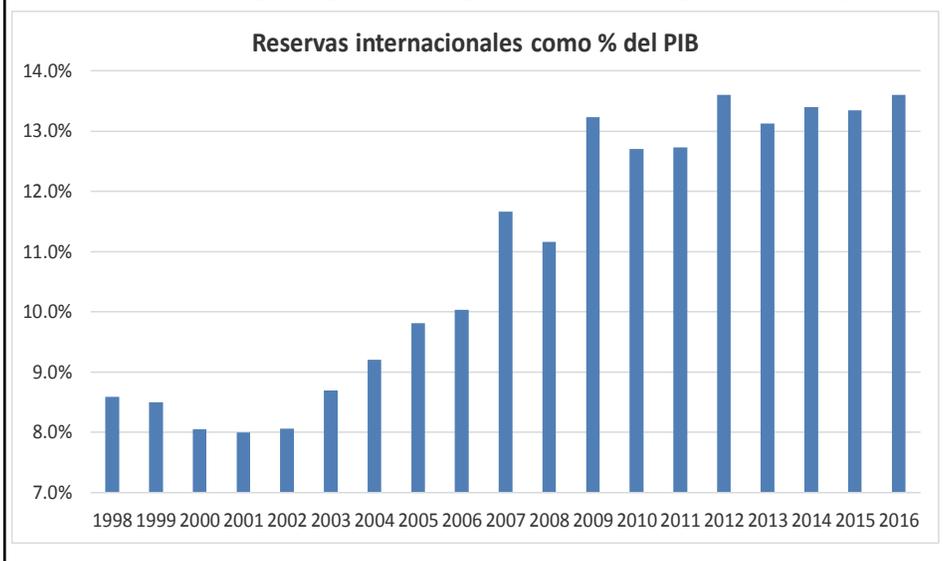
## DESDE EL PUNTO DE VISTA FINANCIERO, LAS CRISIS HAN SIDO CADA VEZ MÁS DÉBILES (3)



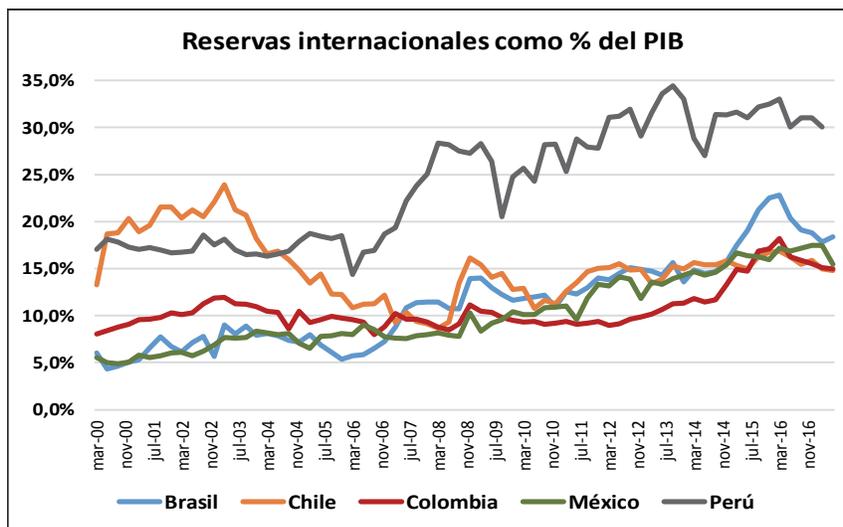
## UNA EXPLICACIÓN BÁSICA: CAÍDA EN LOS COEFICIENTES DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO NETO



## UNO DE CUYOS ELEMENTO ESENCIALES HA SIDO LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS



## EN EL PROCESO DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS, COLOMBIA HA SIDO CONSERVADORA



## ¿QUÉ HACER, POR LO TANTO, PARA MANEJAR LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS?

- ❖ Las políticas anticíclicas durante los auge son esenciales, tanto en materia fiscal como monetaria y cambiaria.
- ❖ Los desafíos en materia monetaria y cambiaria solo se pueden manejar con acumulación de reservas internacionales y medidas macroprudenciales para evitar los excesos de entrada de capitales.
- ❖ Un reto esencial es evitar un deterioro de la cuenta corriente durante el auge.
- ❖ Si no se ha adoptado políticas anticíclicas durante el auge, las políticas procíclicas son inevitables durante la crisis.
- ❖ De todas maneras, la reducción del endeudamiento externo neto constituye una fortaleza.

# **LA POLÍTICA ECONÓMICA FRENTE A LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS**

José Antonio Ocampo  
Co-Director del Banco de la República  
29º Simposio de Mercado de Capitales.  
Asobancaria, Cartagena, Octubre 6 de 2017