



Los flujos de capital en la última década. La Experiencia de Colombia

(una actualización)

Juan Pablo Zárate Perdomo

Codirector Junta Directiva Banco de la República*

Presentación en el Programa Econodiálogos. Medellín, 27 de Abril de 2015.

*Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Agenda

- **Consideraciones Generales**
- Los hechos estilizados
- La reacción de política
- Las condiciones ante una reversión.



Ventajas del Ahorro Externo

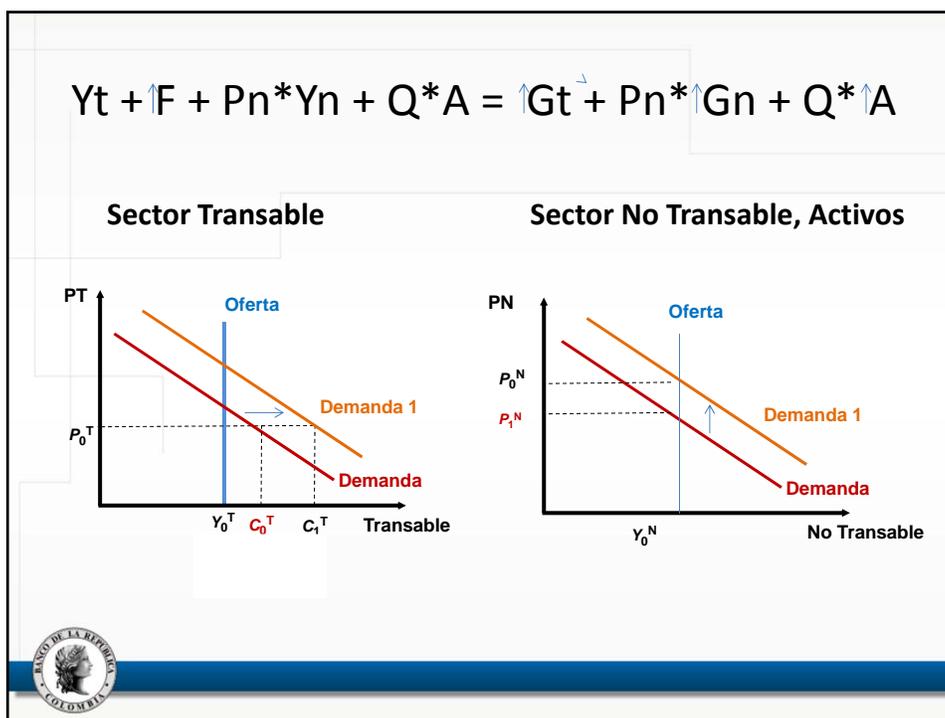
- Permite una reducción del costo del capital para los proyectos domésticos.
- Mejora la transferencia de tecnología y la productividad (inversión extranjera directa).
- Permite una adecuada diversificación de riesgo de los distintos agentes.
- Introducen competencia en los mercados financieros y bancarios.
- Amplía el acceso al sector financiero.



Sin embargo, puede generar volatilidad y desequilibrios financieros

- Desequilibrios «acervo». Crecimiento del balance del sistema financiero local que aumenta los problemas de información asimétrica y lleve a una toma de riesgo ineficiente y a burbujas en el precio de los activos.
- Volatilidad en el costo y disponibilidad de financiamiento que se traduce en un ciclo económico más volátil.
- Sobreajustes ineficientes en el tipo de cambio. (Efectos sobre el sector transable).





Ingresos de Capitales

- Incremento en el Gasto Interno
- Ajuste en el sector Transable:
- Déficit en Cuenta Corriente
- Ajuste en el sector no Transable:
- Apreciación del tipo de cambio real
- Ajuste en el mercado de Activos.
- Incremento en el precio de los Activos
 - Aceleración del Crédito. Incremento en el precio de las garantías, financiación directa del resto del mundo al Sistema Financiero.
 - En economías con precios rígidos, incrementos en el PIB.

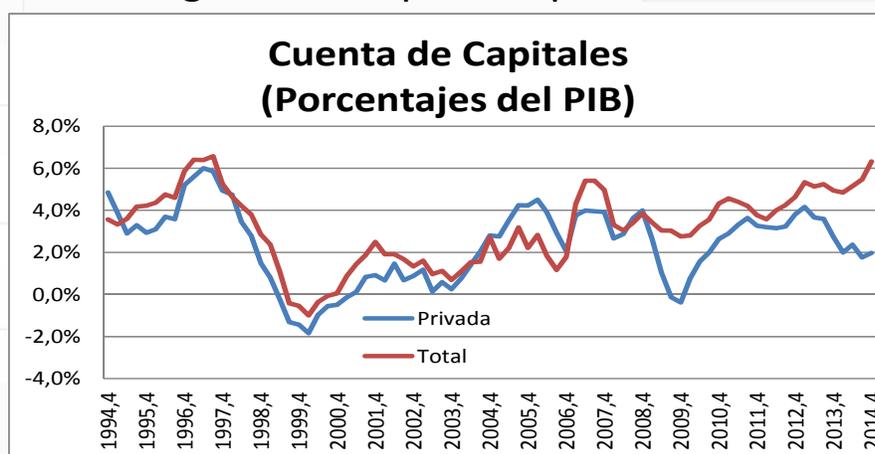


Agenda

- Consideraciones Generales
- **Los hechos estilizados**
- La reacción de política
- Las condiciones ante una reversión.

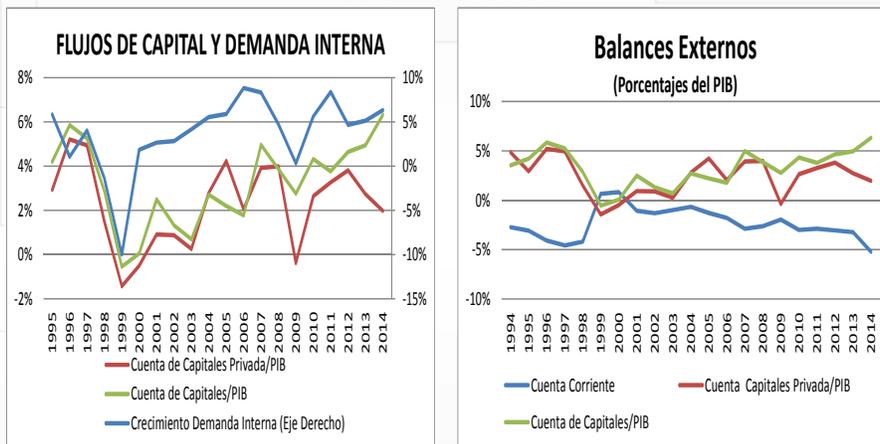


En los últimos veinte años, dos períodos de ingreso de capitales privados.



Fuente: Banco de la República y DANE

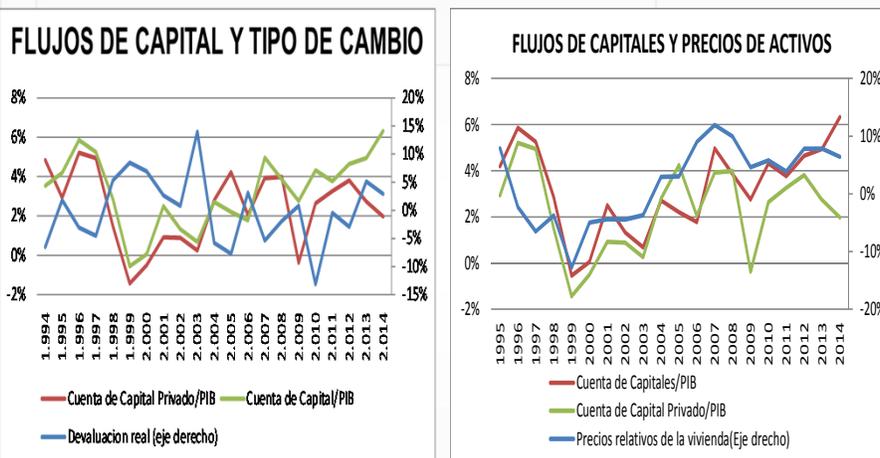
Choque de demanda y equilibrio en Transables



Fuente: Banco de la República y DANE



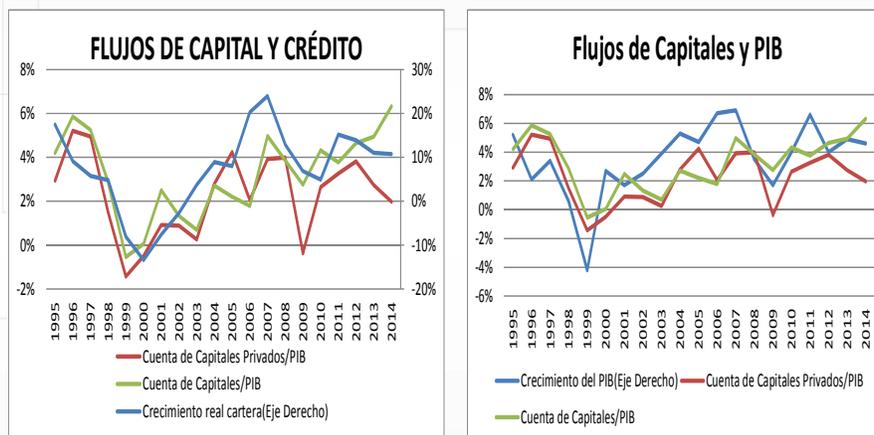
Equilibrio en No Transables y Activos



Fuente: Banco de la República y DANE



Efectos en crédito y PIB



Fuente: Banco de la República, DANE y Superfinanciera

Cuadro Resumen

Correlaciones de Flujos de Capital		
	Privados	Totales
Crecimiento de Demanda Interna	59%	48%
Balance en Cuenta Corriente	-66%	-88%
Devaluación Real	-18%	-22%
Variación Precio Relativo Activos	50%	51%
Crecimiento Real del Crédito	68%	65%
Crecimiento del PIB	58%	46%



Fuente: Banco de la República, DANE y Superfinanciera. Cálculos Propios

Agenda

- Consideraciones Generales
- Los hechos estilizados
- **La reacción de política**
- Las condiciones ante una reversión.



Políticas para atenuar desequilibrios

- Políticas Macroeconómicas Anticíclicas.
- Atenuar el ingreso neto de capital externo.
 - Acumulación de reservas
 - Cambios en la composición de la Deuda Pública.
- Protección de la Estabilidad Financiera.
 - Encaje Domésticos.
 - Provisiones Anticíclicas
 - Encaje al Endeudamiento Externo
 - Regulación de «descalces» cambiarios.

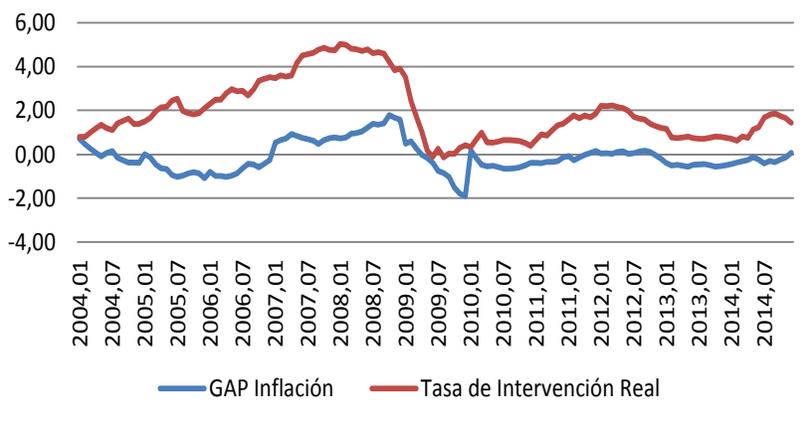


La política monetaria

- La tasa de interés sigue básicamente un esquema de «Inflación Objetivo» que toma en cuenta el GAP de inflación y el GAP del producto.
- Elevado nivel de flotación cambiaria.

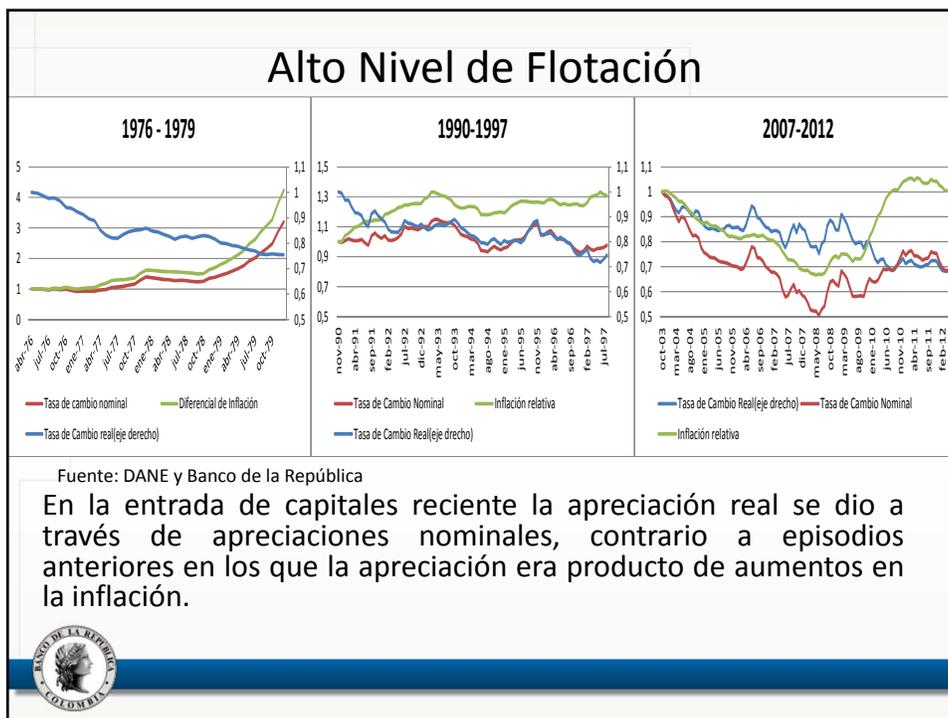
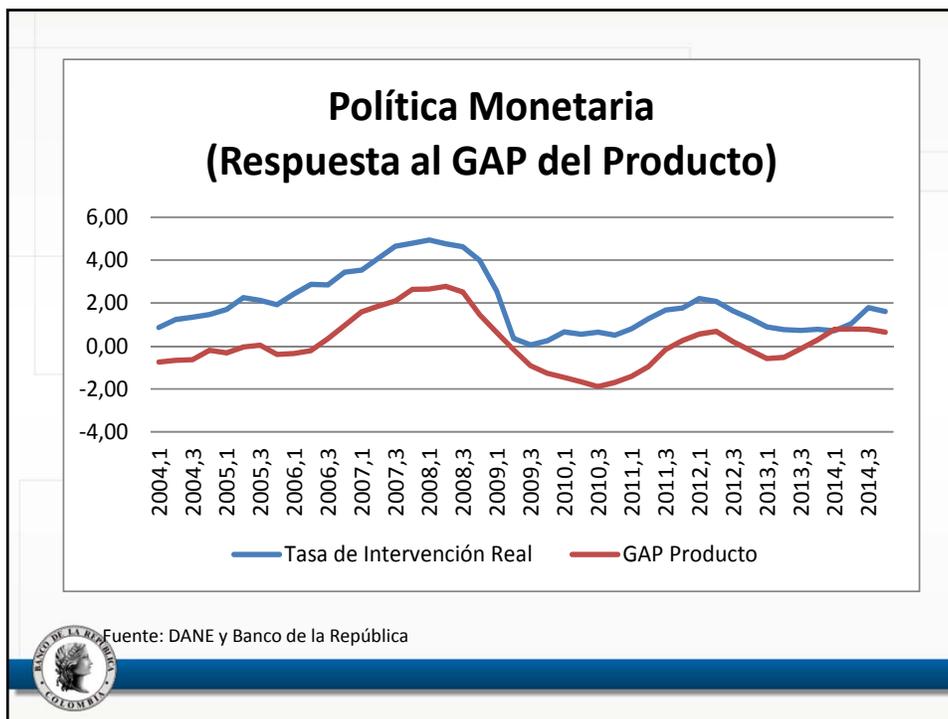


Política Monetaria (Respuesta a la Inflación)



Fuente: DANE y Banco de la República





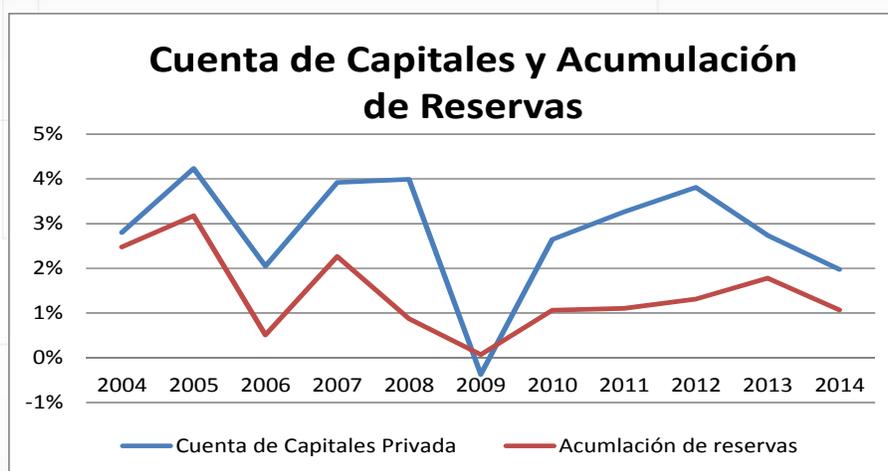
Políticas de Acumulación neta de Activos Externos.

1. Reservas Internacionales.

- Tienen por objeto incrementar el acervo de reservas por motivos precautelativos y moderar posibles desalineamientos del tipo de cambio nominal de sus fundamentales.
- No busca niveles objetivo de tasa de cambio nominal ni real.
- Su intensidad depende de la consistencia con el ciclo de tasas de interés de intervención.
- Es más importante en períodos de incrementos en las entradas de capital donde son más probables los desalineamientos y más eficientes, en términos de costo, las compras.

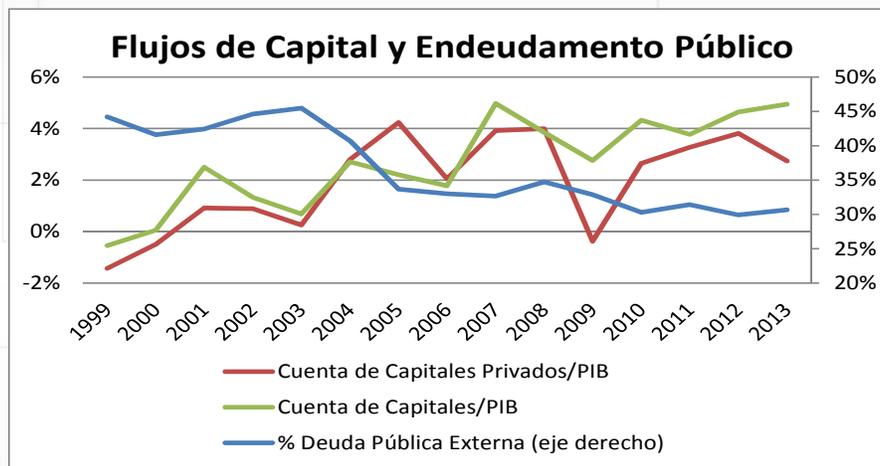


Acumulación de Reservas Internacionales



Fuente: Banco de la República

2. Composición de Deuda Pública



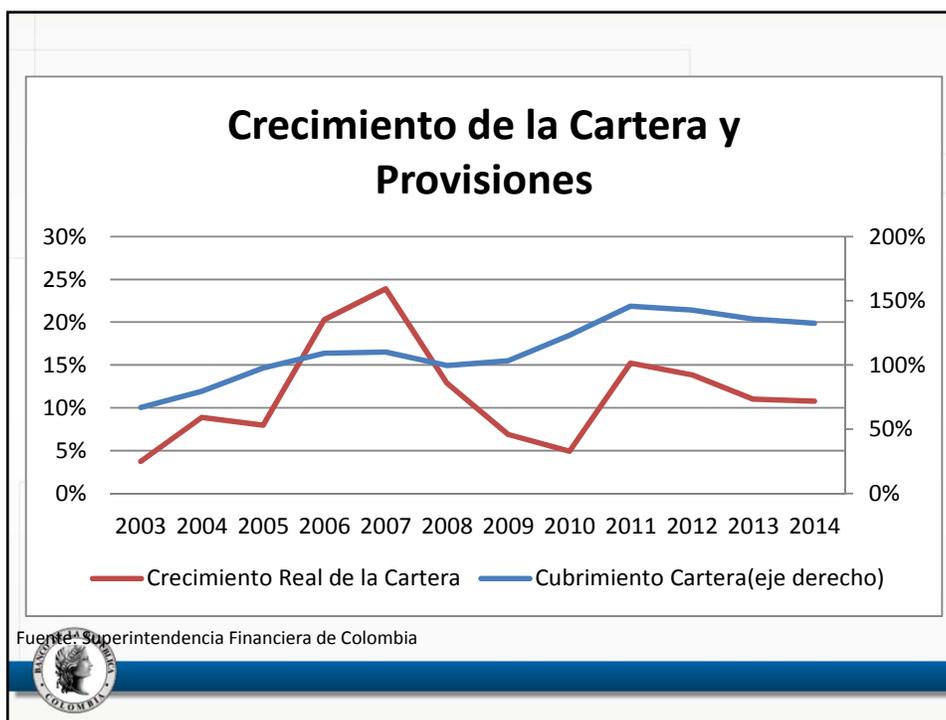
Fuente: DANE, Banco de la República y Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Política regulatoria.

- Permanentes. Limitan descalces del sector financiero y el apalancamiento de éste en los mercados de derivados.
- Tomadas de forma «oportunistas» con carácter de permanencia que se toman en momentos en que pueden tener buenas repercusiones en el ciclo.
- Cíclicos. Provisiones, retención de utilidades, encajes domésticos, controles de capitales de corto plazo.



Medidas Regulatorias		
	Carácter	Fecha
Incremento en el Encaje (Marginal)	Cíclico	2007
Provisiones Anticíclicas	Cíclico	2007-2009
Provisiones Especiales de Consumo	Oportunista	2010
Provisiones Cre. Cartera	Cíclico	2012
Reserva Utilidades	Cíclico	2008-2009
Composición de Capital	Oportunista	2012
Encaje al Endeudamiento Externo	Cíclico	2007
Posición Propia	Permanente	Noventas

Agenda

- Consideraciones Generales
- Los hechos estilizados
- La reacción de política
- **Las condiciones ante una reversión.**



El ajuste en la Cuenta Corriente: Flujos de Capital y Términos de Intercambio

- Los ingresos de capital y la mejora en los términos de intercambio representan una mayor cantidad de recursos disponibles para la economía que pueden financiar incrementos en la Demanda Interna.
- En muchas dimensiones los flujos de capitales y de los términos de intercambio tienen efectos similares, tanto en los momentos de ingresos de divisas como en momento de reversiones de flujos y salidas de los capitales.

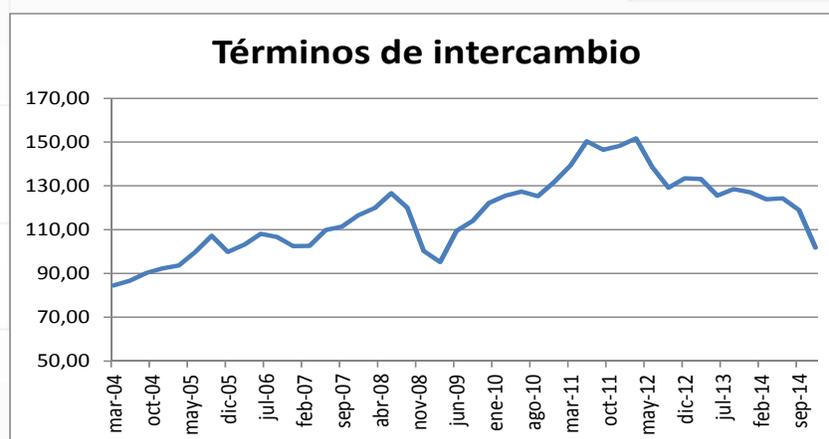


El ajuste en la Cuenta Corriente: Flujos de Capital y Términos de Intercambio

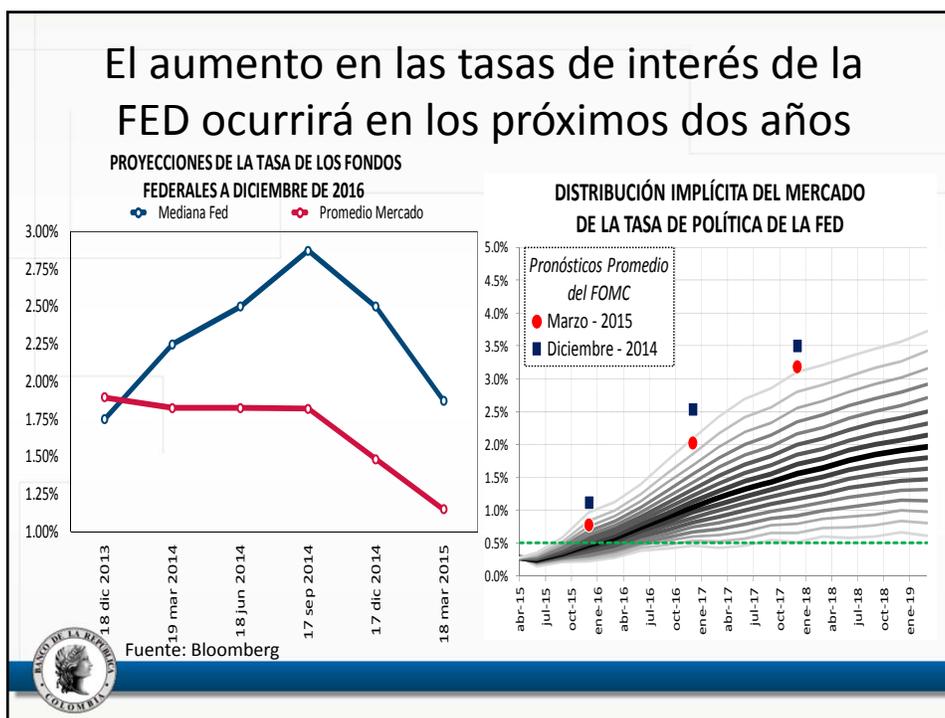
- En Economías con rigideces de precios y restricciones financieras las reversiones e términos de intercambio y flujos de capitales pueden tener efectos reales importantes.
- En el caso de Colombia, es muy posible que enfrente en un corto periodo choques negativos en ambos frentes.
- El efecto más importante de ambos eventos es un ajuste en la Cuenta Corriente (valorada en términos constantes).



Desde 2011 se han venido reduciendo los términos de intercambio.



Fuente: Banco de la República



De qué depende un ajuste exitoso?

- El buen funcionamiento del marco de política
- La posición de liquidez externa
- La solidez del sistema financiero
- Las posibilidades de ajuste de la absorción sesgadas a transables.
- Los efectos expansivos de la depreciación.



El marco de política.

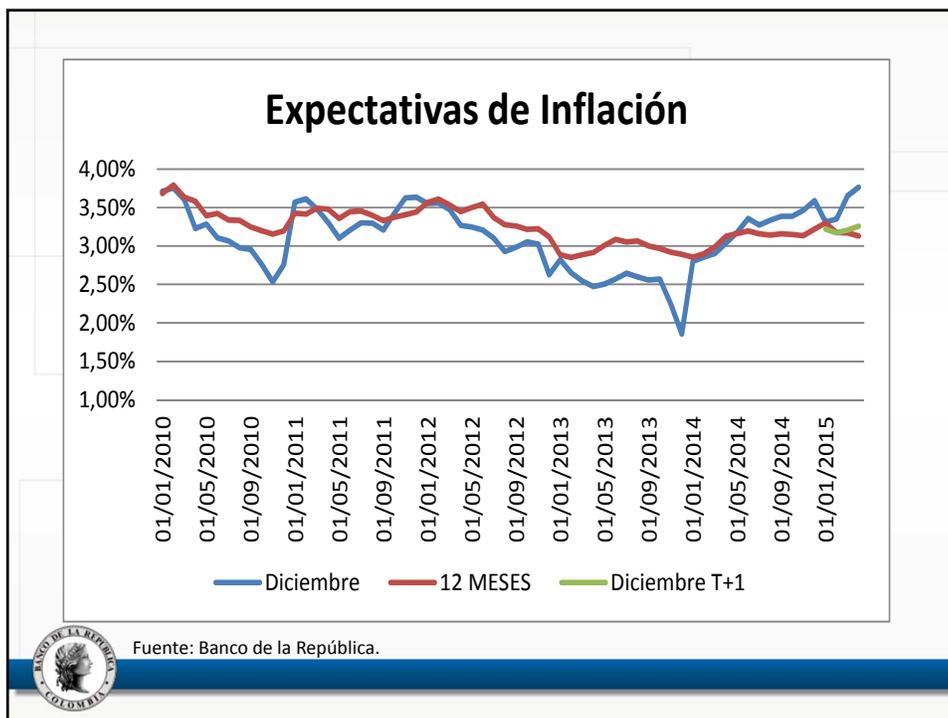
- La flotación cambiaria es la principal herramienta de respuesta.
- En la medida en que buena parte de estos ajustes tienen una naturaleza permanente hay ajustes permanentes en el absorción que pueden tener efectos sobre el producto difíciles de evitar.
- Las tasas de interés de intervención se utilizan contra cíclicamente en el caso de sobreajustes simultáneos en el producto y en el gasto.



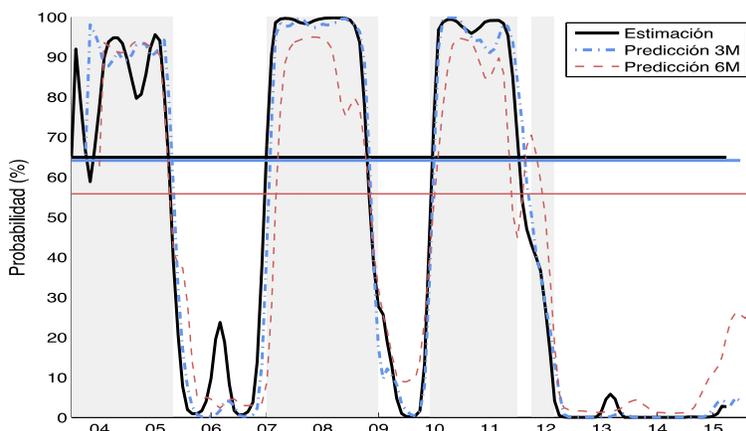
Requisitos para un buen funcionamiento del marco de política

- Proyecciones y expectativas de inflación ancladas a las metas de mediano plazo.
- Bajos niveles de «traspaso» de devaluación a inflación.
- Bajos descalces externos.





Anclaje de las expectativas de inflación (Probabilidad de Desanclaje)

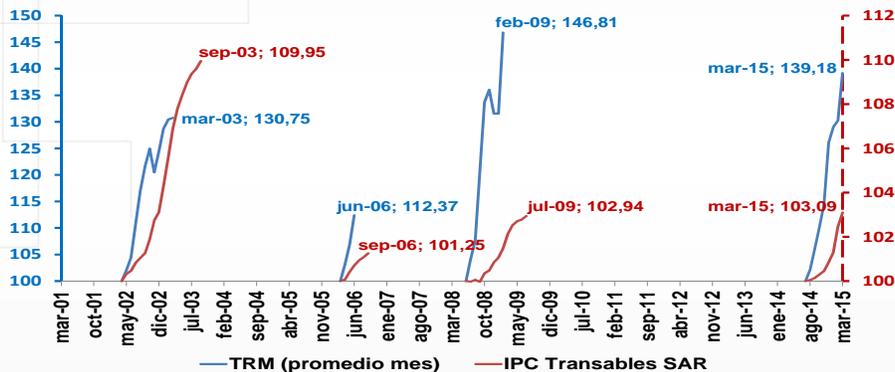


Fuente: Banco de la República.



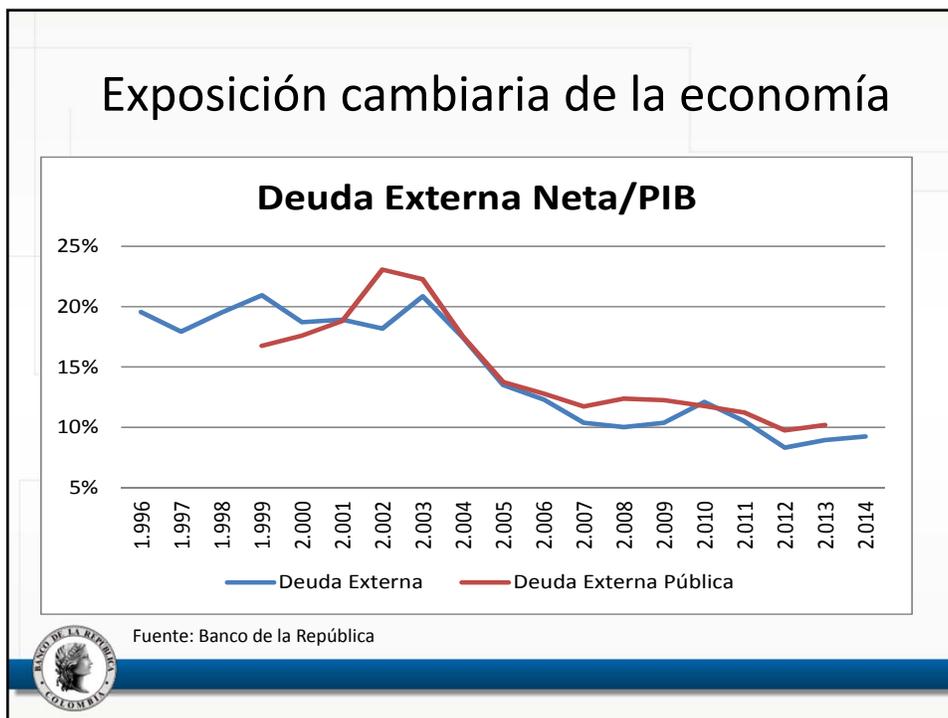
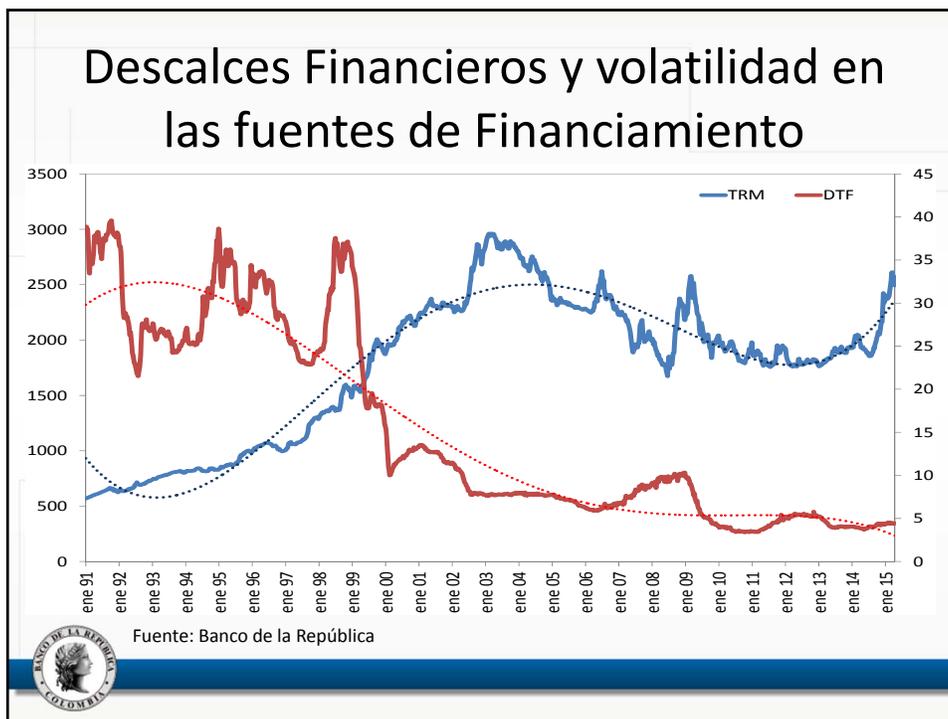
La devaluación tiene un traspaso a la inflación pero en el caso de Colombia es moderado dada la estructura de la Economía

TRM Promedio (mes) -VS- IPC Transables SAR
Base: Período Inicial = 100

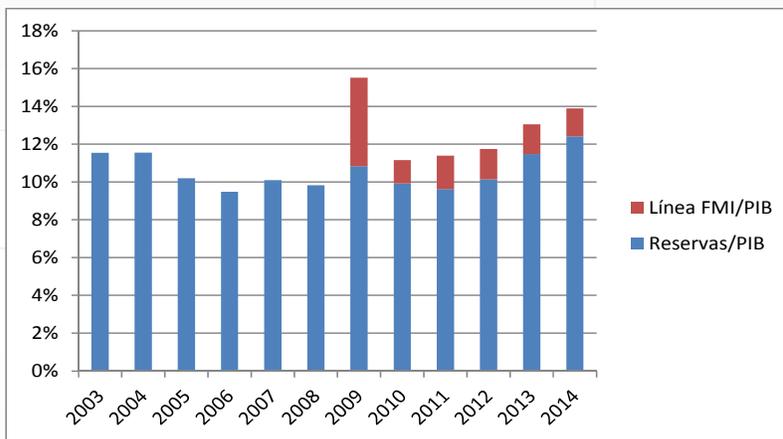


Fuente: Banco de la República





Instrumentos de liquidez externa

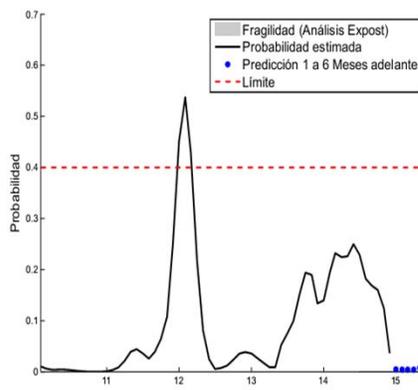
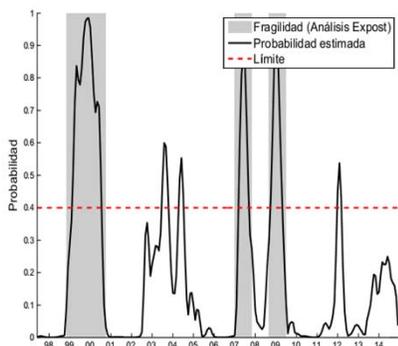


Fuente: DANE y Banco de la República



Solidez Financiera

Probabilidad Estimada de Fragilidad Bancaria en Colombia:
Actualización con datos a Diciembre 2014



Fuente: Banco de la República



Las posibilidades de un ajuste en demanda sesgado hacia transables

Tasa de inversión (MyE, EqT, Agr)



Un factor importante para lograr un ajuste de la Demanda Interna sesgado hacia transables es la alta tasa de inversión inicial con bienes de este origen.

Fuente: DANE y Banco de la República



Efecto expansivo de la devaluación

- En los gráficos del inicio, la curva de oferta del sector transable no es infinitamente inelástica, sino creciente en el precio relativo de los transables a los no transables.
- Sin embargo, el comportamiento reciente de las exportaciones y de los principales sectores transables no muestran que este mecanismo para afrontar los choques recibidos esté funcionando eficientemente
- Los datos de los próximos meses darán luces al respecto....



Conclusiones

- Entre 2005 y 2014, con excepción del 2009, se registraron ingresos de capitales superiores a 4% del PIB, que son elevados para los promedios históricos del país.
- Los flujos estuvieron asociados con incrementos en el gasto privado y ampliaciones en las hojas de balance del sector real y financiero, con los efectos esperables en Demanda Agregada, Déficit en Cuenta Corriente, Precio de los Activos, Crecimiento del crédito y actividad real. El efecto sobre la tasa de cambio real fue menos sistemático.



Conclusiones

- Las respuestas de política han tenido un fuerte elemento contra cíclico a través una postura monetaria que responde a las proyecciones del GAP de inflación y producto.
- El segundo elemento de la política consistió en atenuar los flujos netos que recibía la economía a través del aumento en los activos netos administrados por el Estado (Reservas y Deuda Pública), lo que también es importante por motivos precautelativos.
- El tercer elemento de la política fue la consolidación de medidas para prevenir y/o atenuar desequilibrios financieros a través del desincentivo a la toma excesiva de riesgos, el fortalecimiento del capital bancario y el aumento de la liquidez general de la economía.



Conclusiones

- Es muy probable que Colombia enfrente choques adversos en términos de intercambio y flujos de capitales que impliquen un ajuste en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. La Economía presenta fortalezas para afrontar los choques y atenuar sus posibles efectos reales. El buen funcionamiento general del Marco de Política Monetaria, niveles razonablemente altos de liquidez externa y razonablemente bajos de exposición cambiaria, solidez financiera y la posibilidad de un ajuste sesgado hacia la demanda de transables son los principales de ellas.



Conclusiones

- También presenta debilidades. Las condiciones iniciales de Déficit en Cuenta Corriente, el tamaño mismo de los choques en proporción a las Cuentas Externas y la baja respuesta (por lo menos inicial) de la oferta transable a la depreciación real son las principales.
- La continuidad y fortalecimiento del marco de política y el incremento en la productividad (especialmente del sector transable) deben concentrar los esfuerzos en el futuro cercano.

