

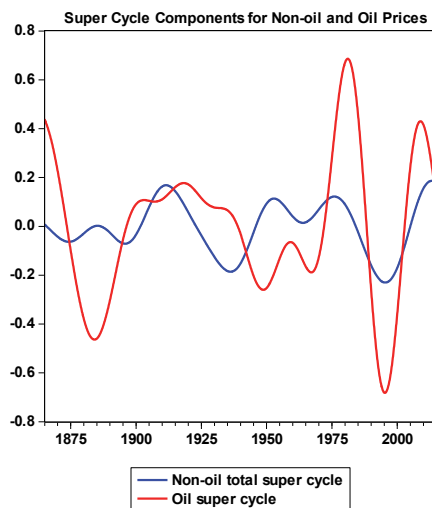
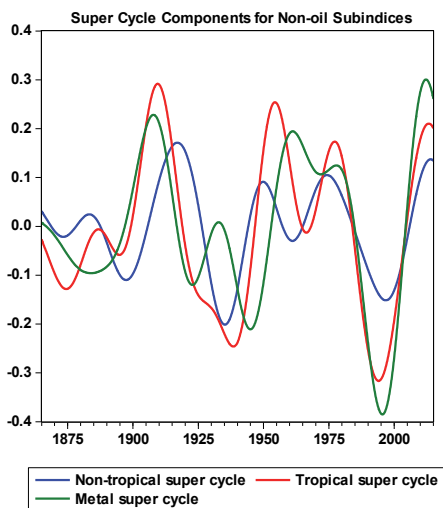
LA POLÍTICA ECONÓMICA FRENTE A LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS

José Antonio Ocampo
Co-Director del Banco de la República
Presentación en la Conferencia de CEMLA
Bogotá, Noviembre 2 de 2017

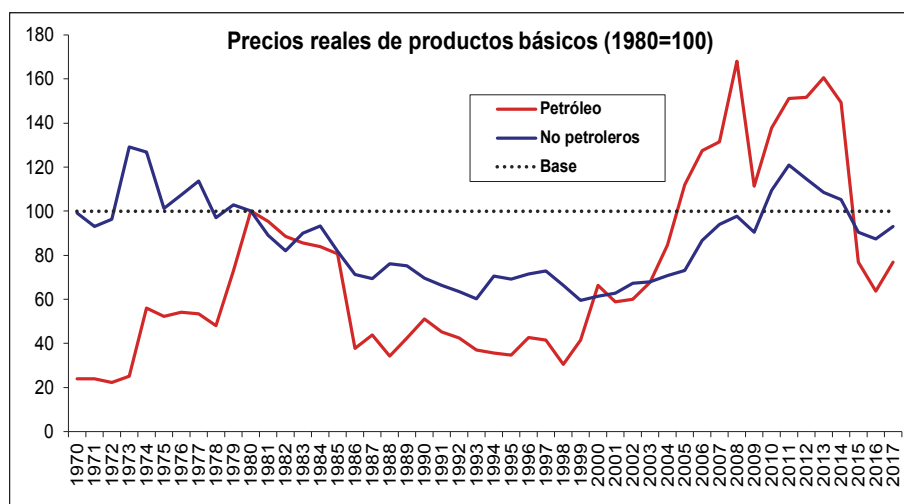
LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS (1)

- ❖ La “dominancia de la balanza de pagos”: 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.

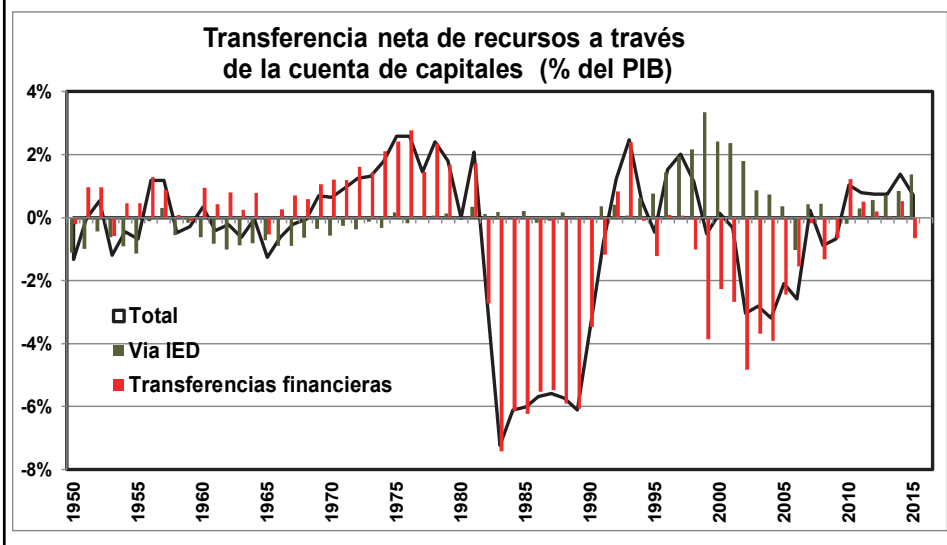
LOS CICLOS DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE LARGA DURACIÓN



LOS DOS CICLOS RECIENTES (EL SEGUNDO TODAVÍA EN CURSO)



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



LA DOMINANCA 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 macroeconómicas 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 económica tiende a verse obligada a escoger entre aceptar el comportamiento procíclico de la tasa de interés o el de la tasa de cambio.
- ❖ Implicaciones diversas sobre el “trilema” de Mundell... o generan más bien un “dilema” a lo Hélène Rey (2013).

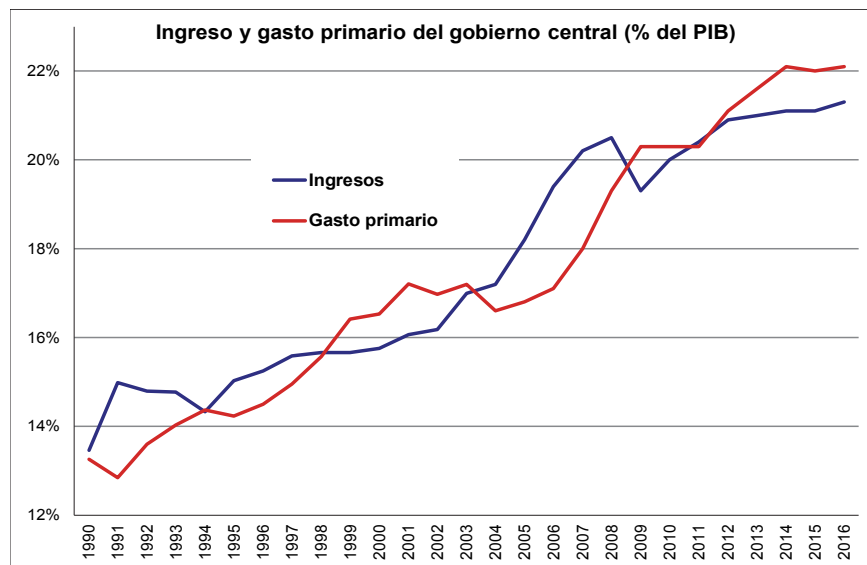
EL DEBATE DE POLÍTICA: LAS REGLAS FISCALES (1)

- ❖ El foco de las reglas fiscales:
 - ✓ Las reglas fiscales europeas (Maastricht, 1992) sobre déficit y deuda, son procíclicas.
 - ✓ Las de sostenibilidad fiscal de América Latina, de fines 1990s/comienzos 2000s, también lo son.
 - ✓ 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.

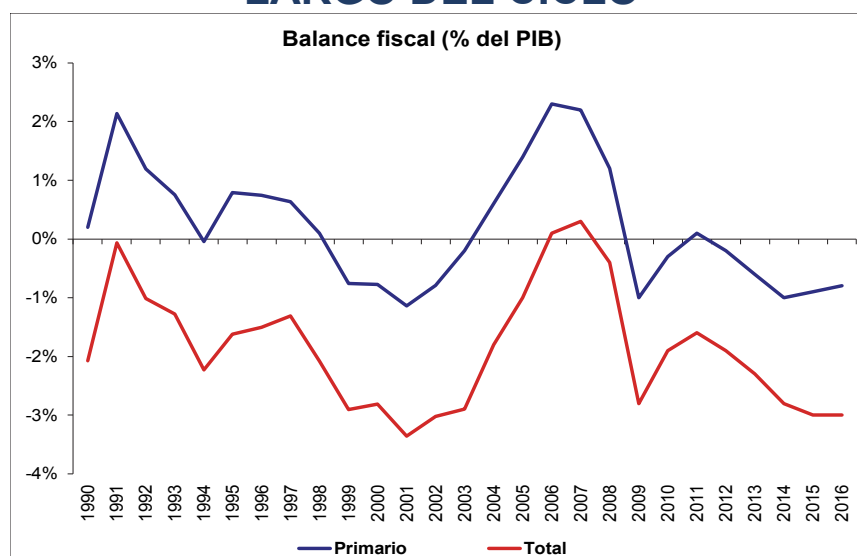
EL DEBATE DE POLÍTICA: LAS REGLAS FISCALES (2)

- ❖ De acuerdo con la literatura, el comportamiento fiscal procíclico tiende a ser la regla.
 - ✓ Trabajo clásico de Kaminsky, Reinhart y Végh (2005).
 - ✓ Frankel, Végh y Vuletin (2013): países con mayor calidad institucional se mueven hacia políticas fiscales anticíclicas en 2000-09.
 - ✓ Végh y Vuletin (2014) afirman lo mismo para América Latina, pero una visión contraria se encuentra en Malagón y Ocampo (2014) y una intermedia en Céspedes y Velasco (2014).
 - ✓ Cuando se tienen en cuenta los efectos fiscales de los precios de productos básicos, poco avance: FMI (2013), Celasun et al (2015) y Ocampo (2017).

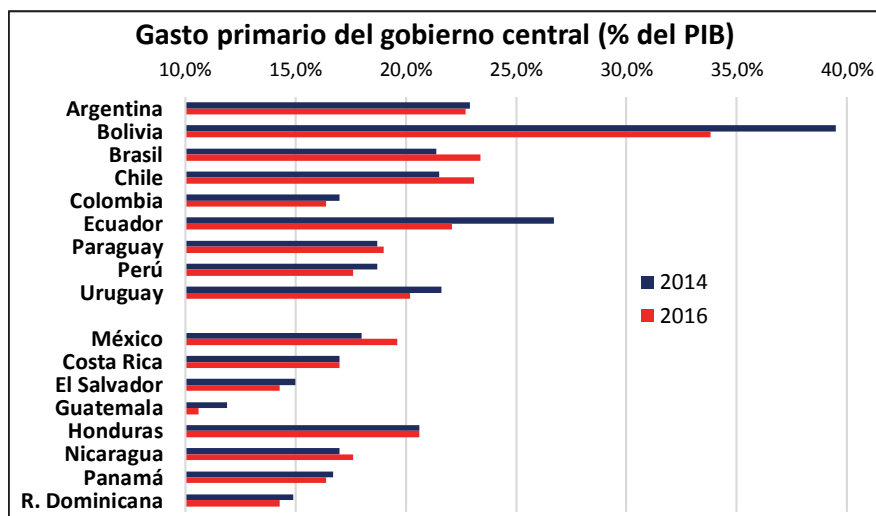
EL GASTO PÚBLICO HA TENDIDO A SER PROCÍCLICO EN AMÉRICA LATINA



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



HAY POCOS CASOS DE POLÍTICA FISCAL ANTICÍCLICA EN AÑOS RECIENTES



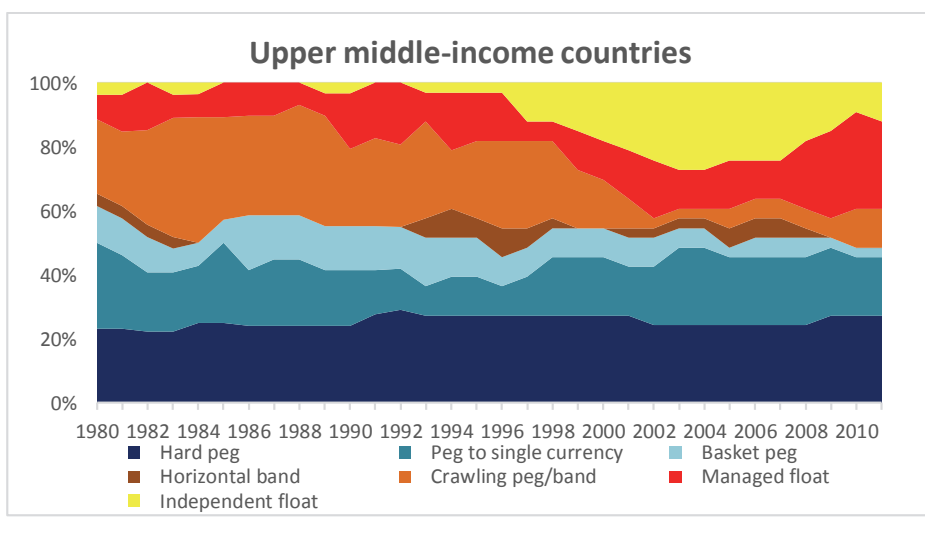
EL DEBATE DE POLÍTICA: POLÍTICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS (1)

- ❖ 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.
 - ✓ En particular, la política anticíclica se ve limitada por los flujos de capital que induce.
 - ✓ Los choques del tipo de cambio sobre los precios van en el sentido inverso a los de la demanda, y pueden generar una reacción procíclica de la política monetaria.
 - ✓ Los giros de la tasa de cambio real generan, a su vez, efectos procíclicos a través del valor de los pasivos externos netos: ganancias/pérdidas de capital.

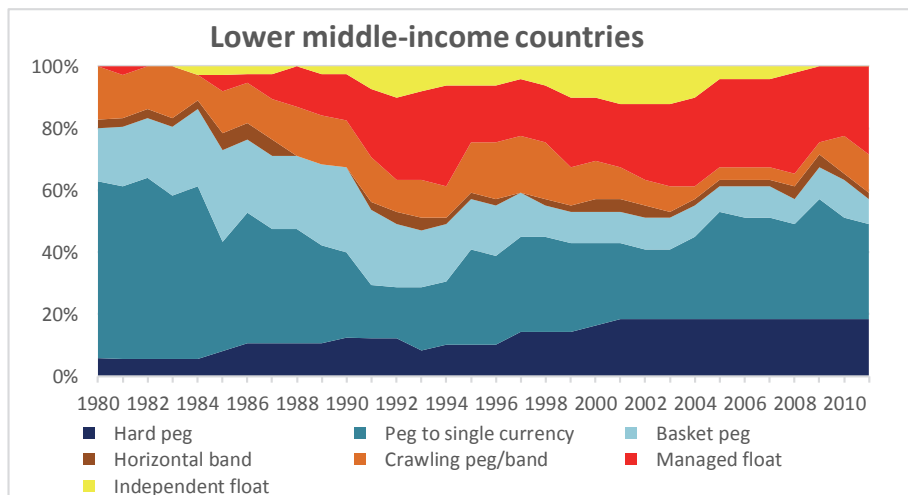
EL DEBATE DE POLÍTICA: POLÍTICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS (2)

- ❖ Problemas fundamentales (cont.)
 - ✓ Por lo tanto, una política monetaria anticíclica puede no evitar el recalentamiento con sobrevaluación durante los auge externos...
 - ✓ ... y ajustes recesivos e inflacionarios (por efecto de depreciación del tipo de cambio) durante las crisis.
 - ✓ No menos importante, la inestabilidad del tipo de cambio es un impuesto a la diversificación exportadora.
- ❖ Las respuestas de política:
 - ✓ Intervenciones en mercados cambiarios y acumulación de reservas = regímenes cambiarios intermedios.
 - ✓ Regulaciones a los flujos de capital y otras medidas “macroprudenciales”
 - ✓ **Preferencia de política es por puntos al interior del triángulo de Mundell.**

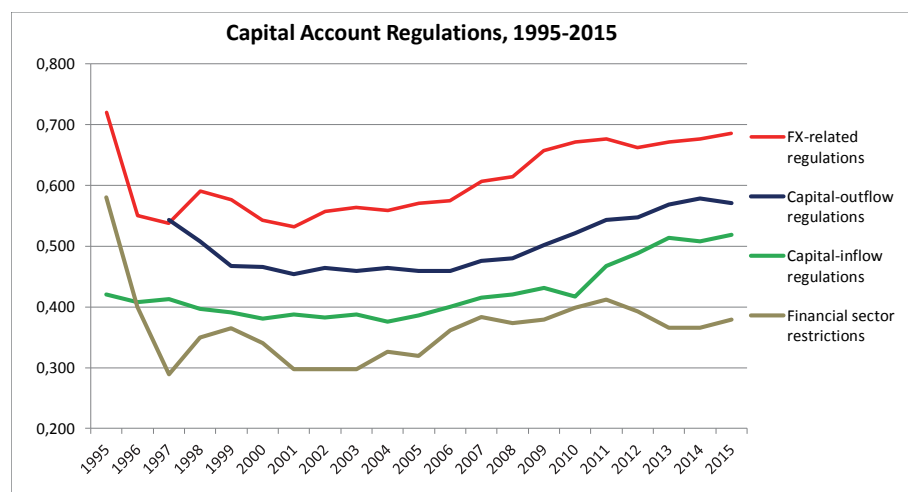
REGIMENES CAMBIARIOS SEGÚN Ghosh, Ostry y Qureshi, FMI (1)



REGIMENES CAMBIARIOS SEGÚN Ghosh, Ostry y Qureshi, FMI (2)



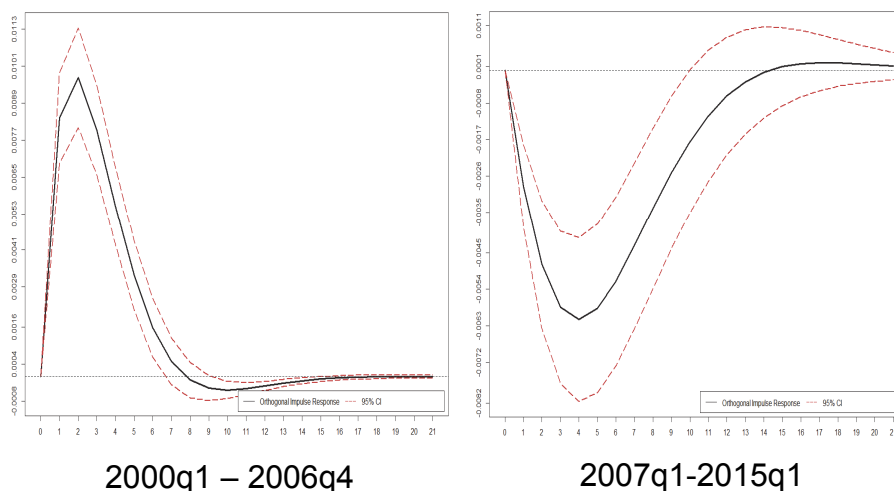
USO MÁS ACTIVO DE REGULACIONES A LOS FLUJOS DE CAPITAL Erten y Ocampo (2017)



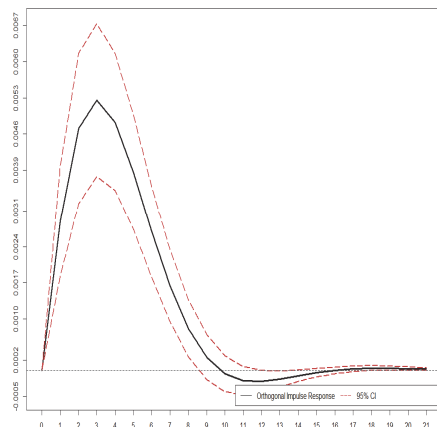
EL DEBATE DE POLÍTICA: POLÍTICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS (3)

- ❖ Hay menos investigación sobre el carácter procíclico o anticíclico de la política monetaria
 - ✓ Kaminsky, Reinhart y Végh (2005): comportamiento procíclico o acíclico de la política monetaria.
 - ✓ Duncan (2014): comportamiento procíclico, acentuado cuando calidad institucional es baja.
 - ✓ Banco Mundial (2017): políticas anticíclicas durante crisis de 2008-09 pero varias procíclicas al inicio de la crisis reciente, que se tornan anticíclicas cuando estabilizan las cuentas externas.
- ❖ La evidencia de comportamiento anticíclico de la política monetaria es muy limitada en economías emergentes, y en América Latina en particular

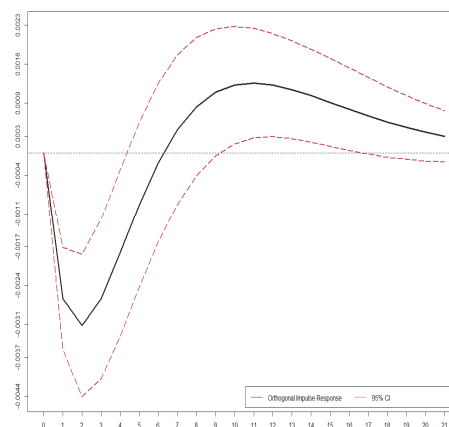
Ejercicios impulso-respuesta para 21 economías emergentes: Respuesta de la tasa de interés real a un choque del PIB: de anticíclico a procíclico



**Para el conjunto del período:
flexibilidad cambiaria sí importa
(Respuesta de la tasa de interés real
a un choque del PIB)**



Tasa de cambio flexible



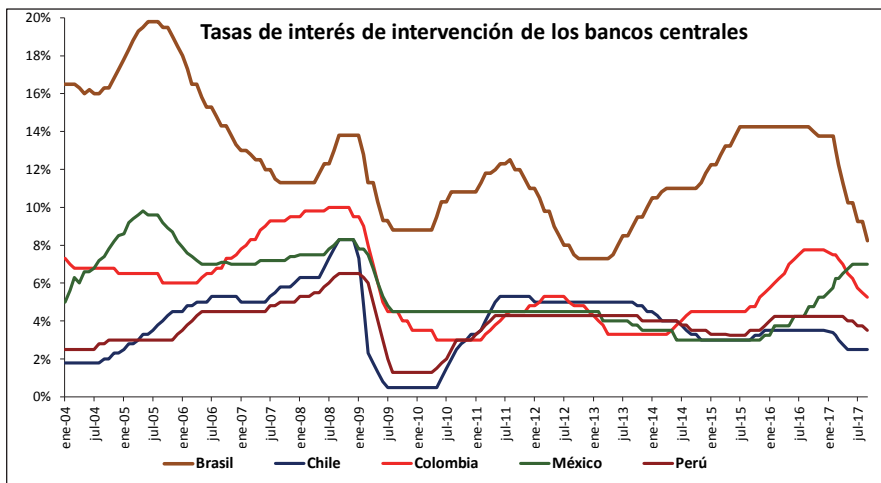
Tasa de cambio fija

**LOS MÁRGENES PARA POLÍTICAS
MONETARIAS ANTICÍCLICAS HAN SIDO
ESCASOS EN AMÉRICA LATINA**

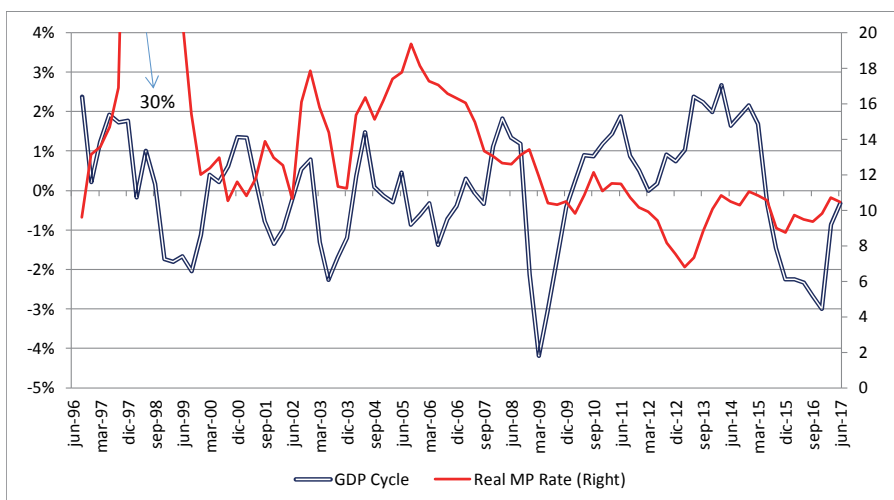
Correlación entre las tasas de interés reales de política y el ciclo económico (trimestral)				
	1997-2017	1997-2003	2004-2013	2014-2017
Brasil	-0,095	-0,116	-0,291	0.777**
Colombia	0,087	0.236*	0.426*	-0.484*
Chile	0,083	0.213**	0,177	-0,293
México	0.441**	0.637**	0,157	0,147
Perú	0,006	-0,128	0,017	0.634**

** Significativa al 95%. * Significativa al 90%

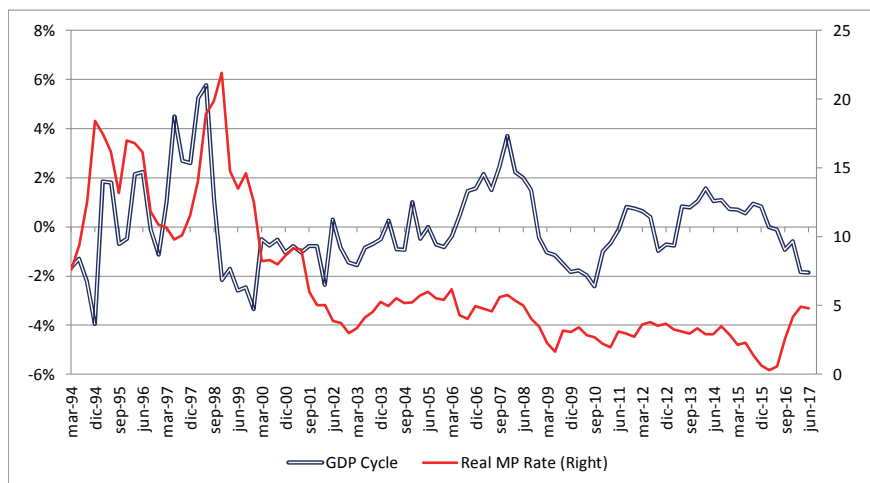
EL MOMENTO ANTICÍCLICO MÁS CLARO FUE EN TORNO A LA CRISIS DE 2008-09



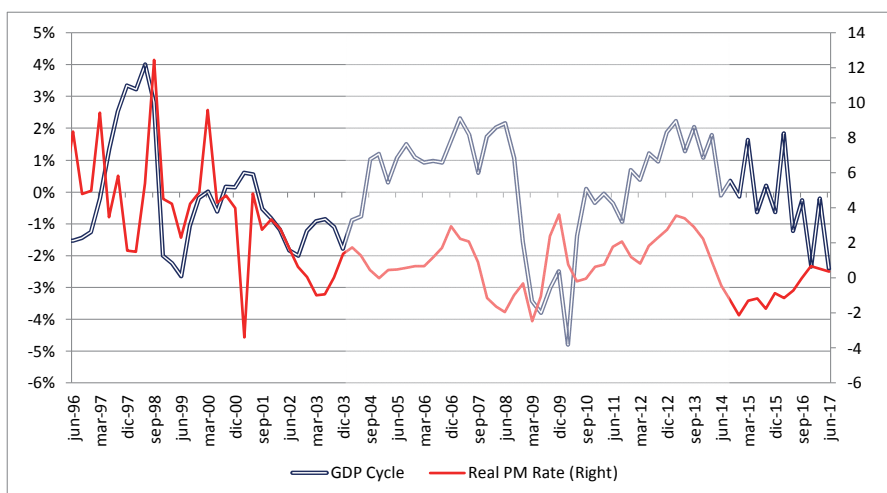
BRASIL: MANEJO ESENCIALMENTE PROCÍCLICO



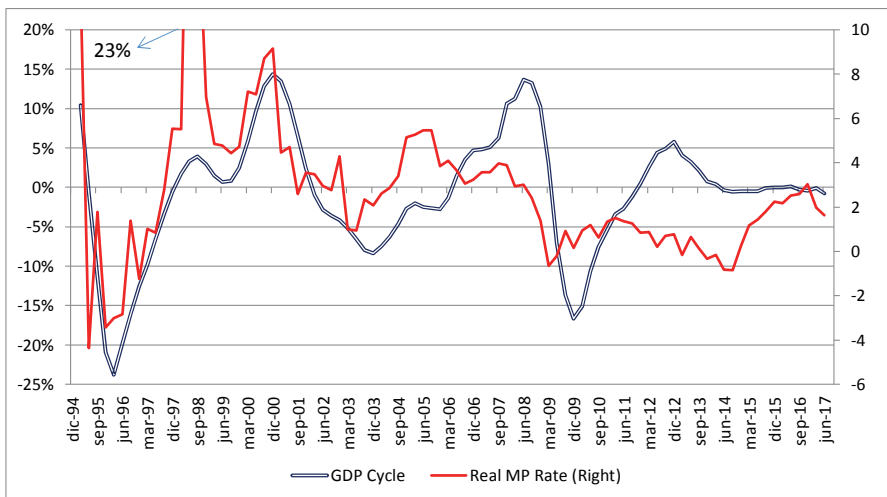
COLOMBIA: ANTICÍCLICO EN 2004-13, PROCÍCLICO DURANTE LAS CRISIS



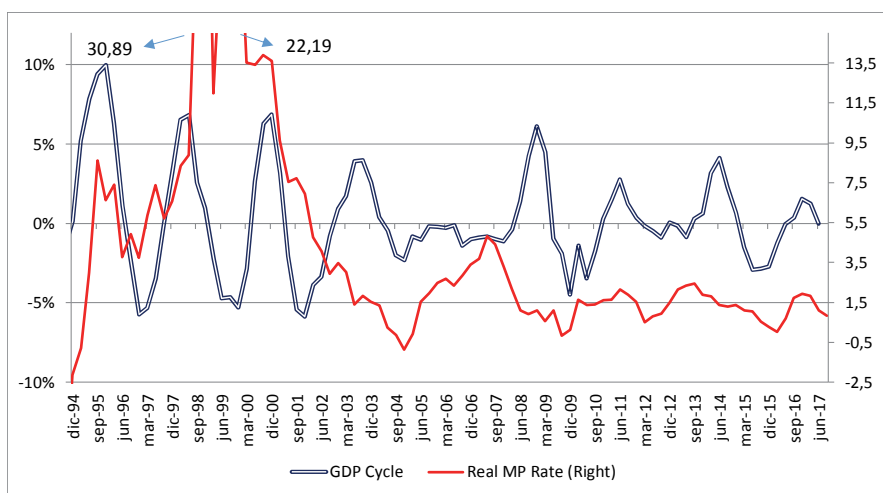
CHILE: SIN UN PATRÓN CLARO



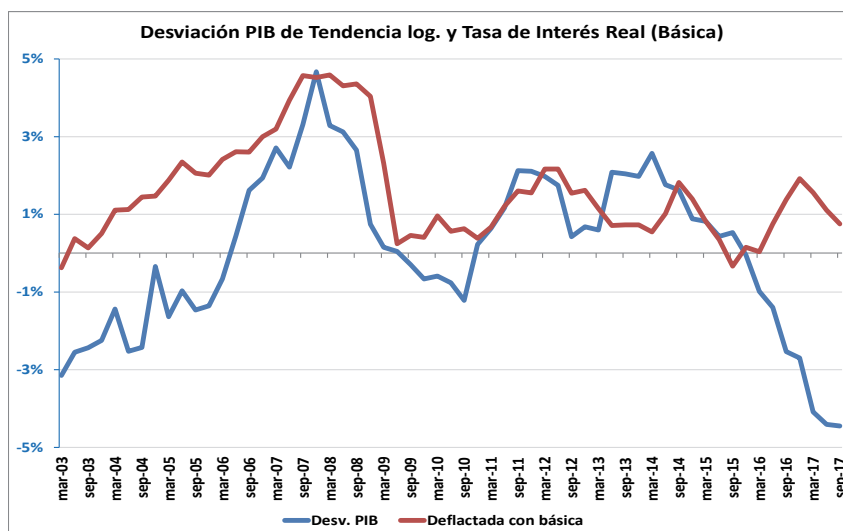
MÉXICO: ANTICÍCLICO EN 1996-2003, POCO CLARO DESDE ENTONCES



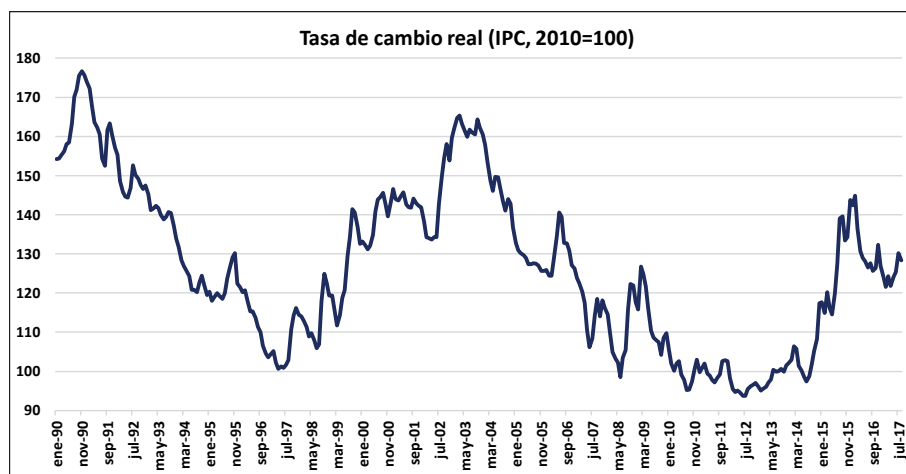
PERÚ: DE UN PATRON PROCÍCLICO A UNO ANTICÍCLICO



UNA MIRADA ADICIONAL AL CASO COLOMBIANO: LA POLÍTICA MONETARIA ANTICÍCLICA DURANTE EL AUJE...



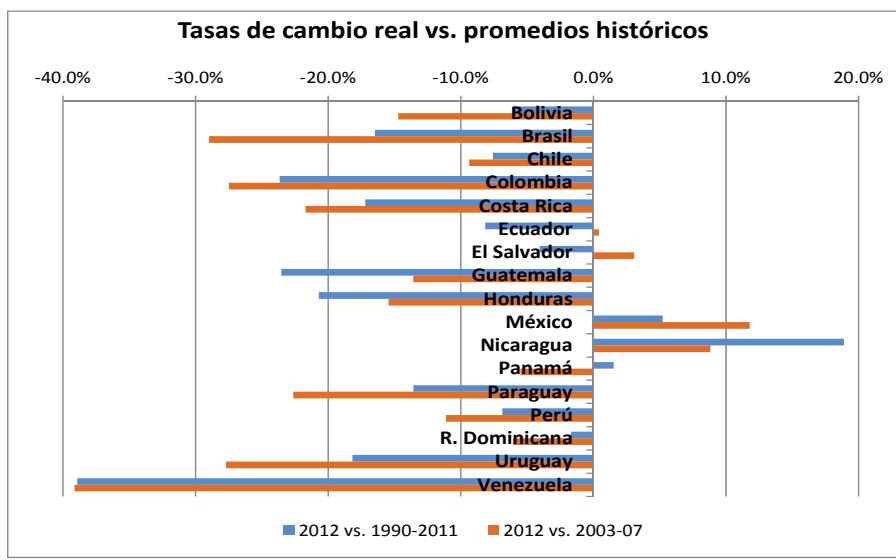
...COINCIDIÓ CON LA REVALUACIÓN MÁS FUERTE Y PROLONGA DE SU HISTORIA



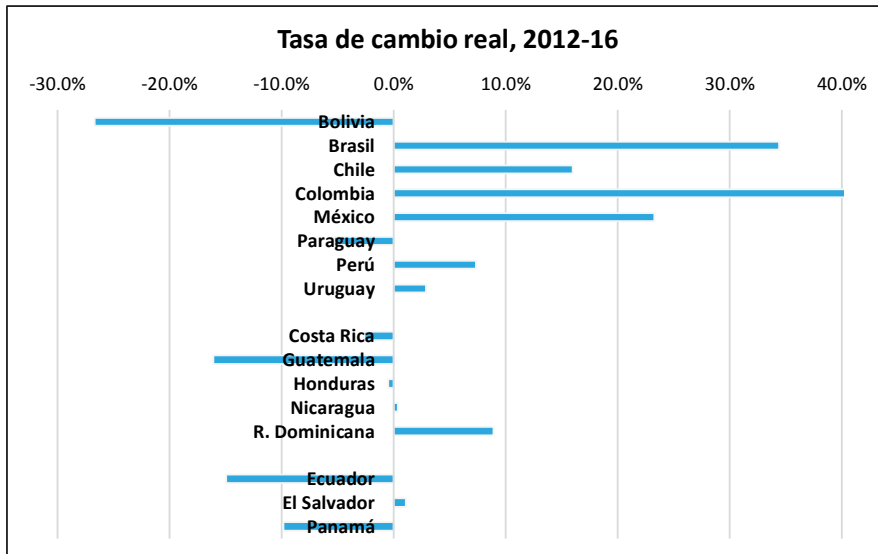
LOS DESAFIOS QUE GENERAN LAS CUENTAS EXTERNAS

- ❖ El comportamiento del tipo de cambio tiene los efectos procíclicos mencionados, especialmente ganancias/pérdidas cambiarias procíclicas.
- ❖ Su principal efecto anticíclico es el que tiene a través de la cuenta corriente...
- ❖ ... pero este efecto tiene también un trasfondo procíclico: auge de la demanda interna durante el auge... que obliga a ajustes recesivos del gasto durante las crisis.
- ❖ Esto fue particularmente severo durante el auge reciente, porque América Latina y Colombia se sobregastaron el auge de términos de intercambio.

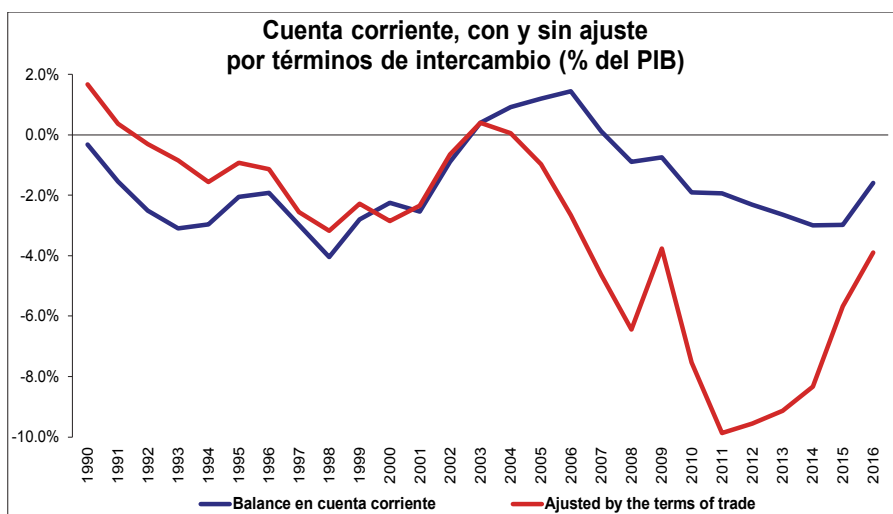
TENDENCIA GENERALIZADA A LA REVALUACIÓN HASTA 2012...



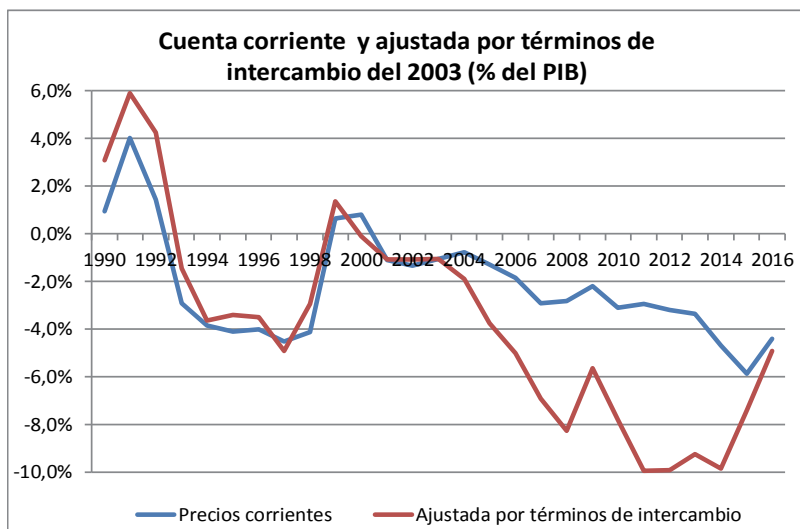
... QUE SE HA CORREGIDO EN FORMA MUY DIVERSA



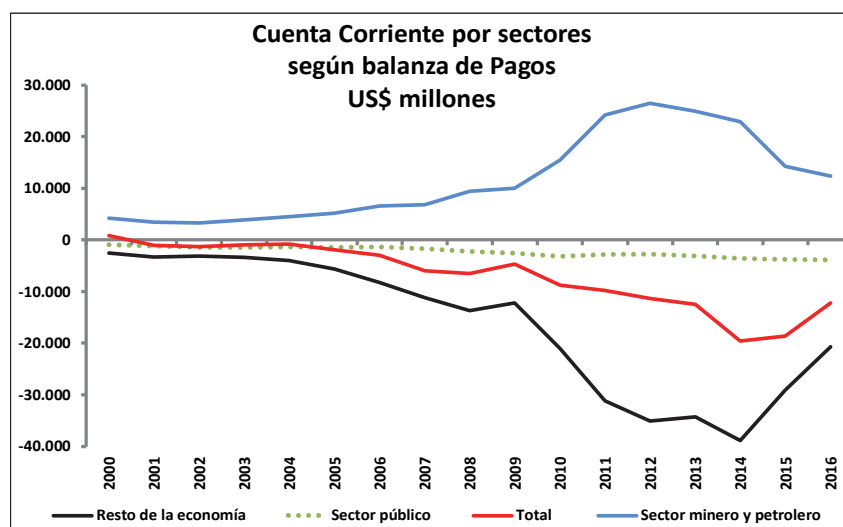
AMÉRICA LATINA GASTÓ EL AUGE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, LO QUE OBLIGÓ A UN AJUSTE FUERTE



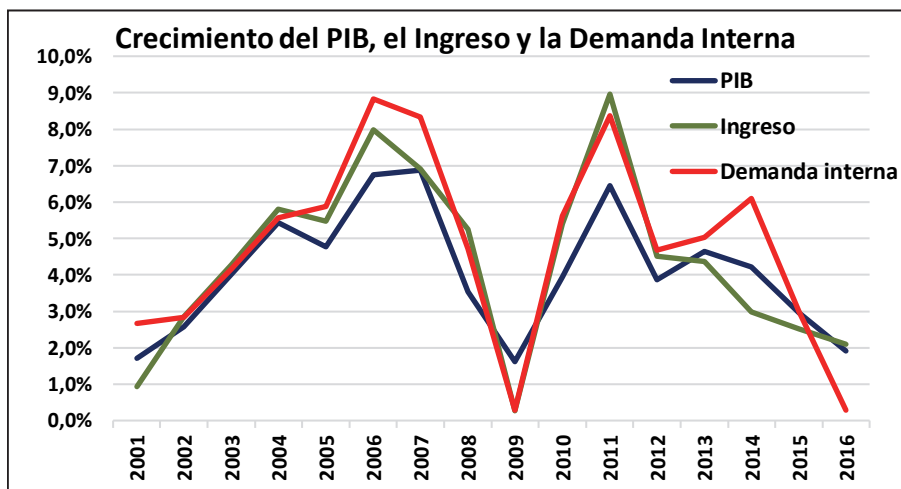
LO MISMO ACONTECIÓ EN COLOMBIA



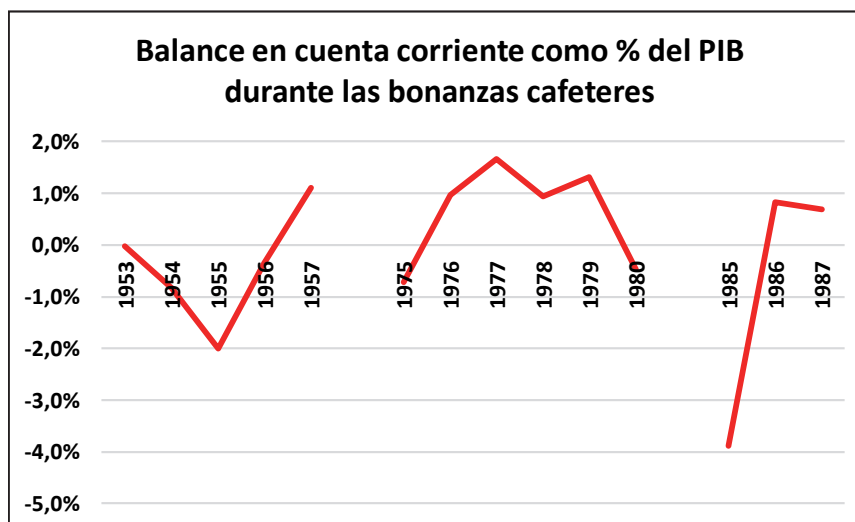
ESTO SE EVIDENCIA TAMBIÉN CUANDO SE DIVIDE LA CUENTA CORRIENTE ENTRE SECTOR ENERGÉTICO-MINERO Y RESTO



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



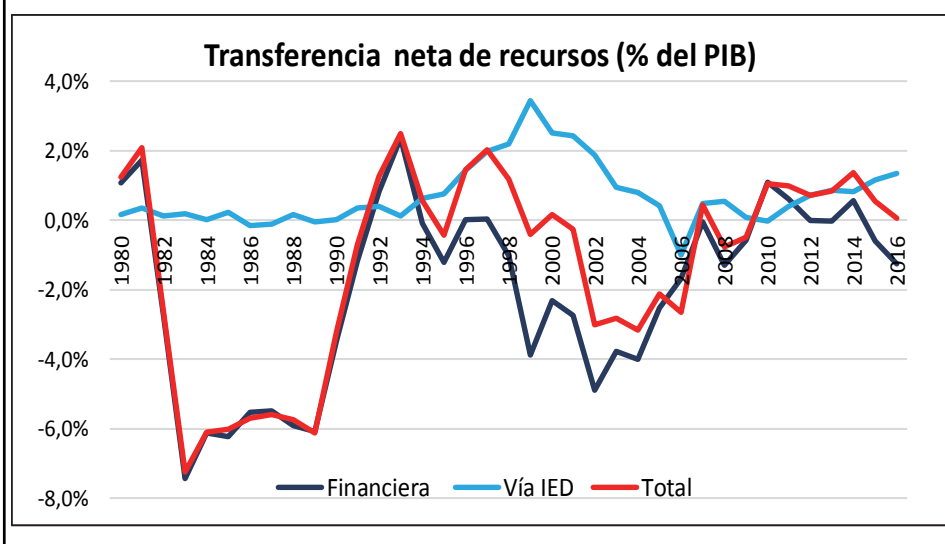
NO SIEMPRE FUE ASÍ: DURANTE ALGUNAS BONANZAS CAFETERAS SE GENERABA SUPERÁVIT EXTERNO



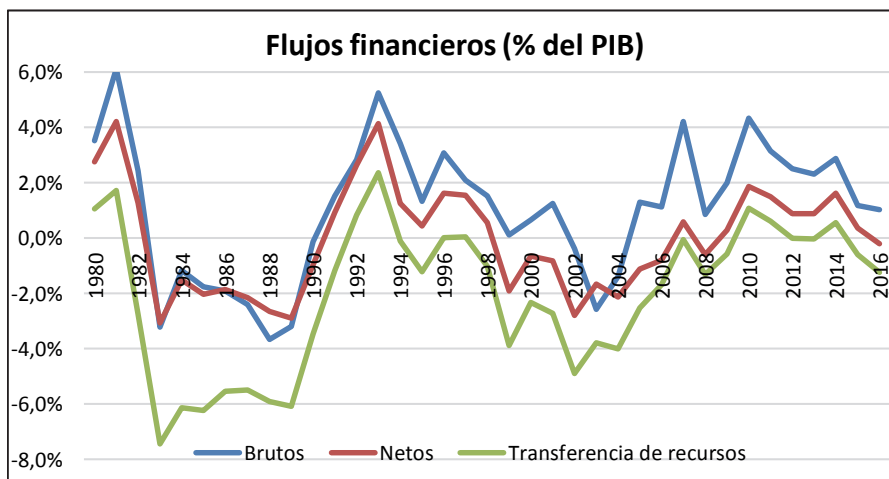
LAS BUENAS NOTICIAS EN MATERIA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO

- ❖ 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, es decir un efecto benéfico de los regímenes intermedios.
- ❖ Los flujos de capital nacionales tienen también un comportamiento anticíclico.

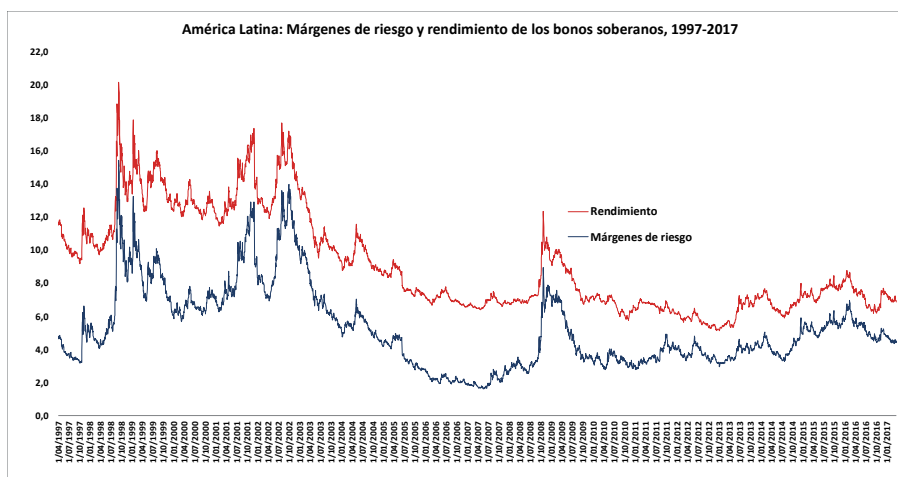
DESDE EL PUNTO DE VISTA FINANCIERO, LAS CRISIS HAN SIDO CADA VEZ MÁS DÉBILES (1)



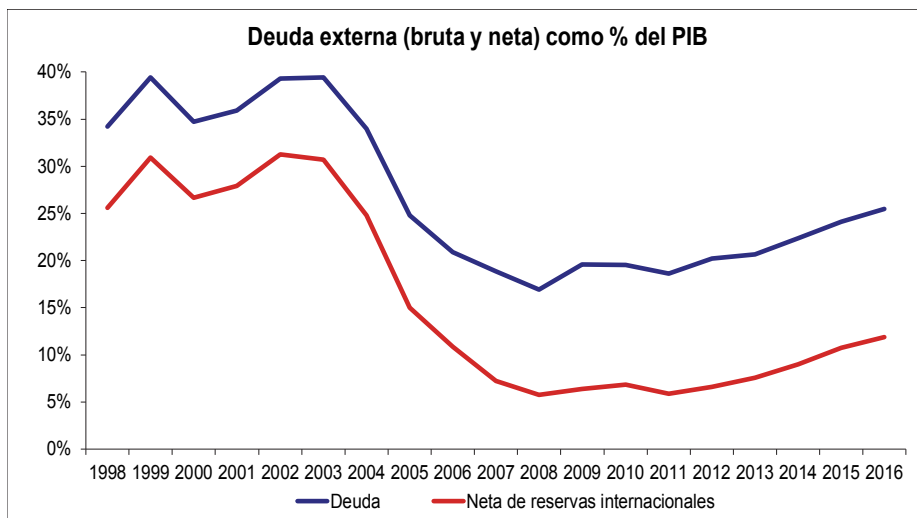
DESDE EL PUNTO DE VISTA FINANCIERO, LAS CRISIS HAN SIDO CADA VEZ MÁS DÉBILES (2)



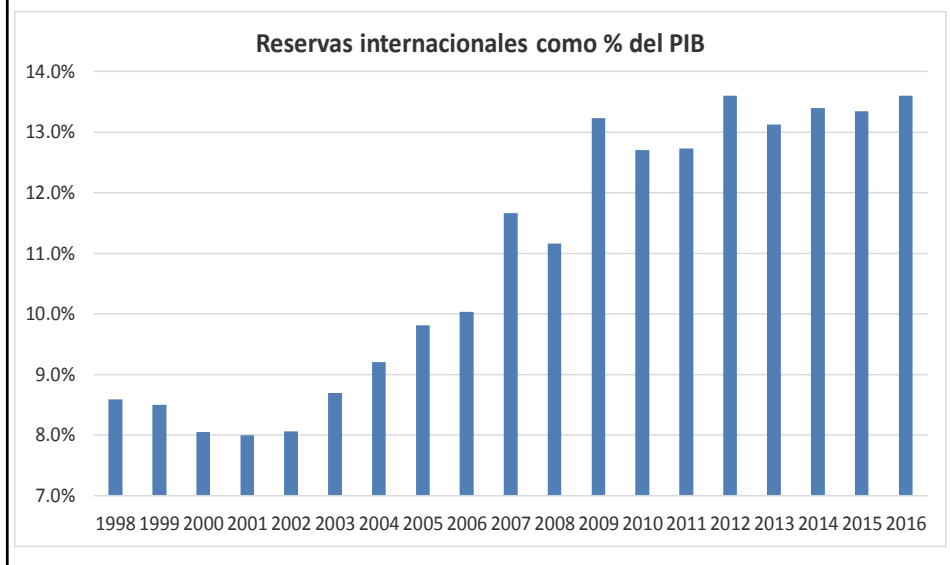
DESDE EL PUNTO DE VISTA FINANCIERO, LAS CRISIS HAN SIDO CADA VEZ MÁS DÉBILES (3)



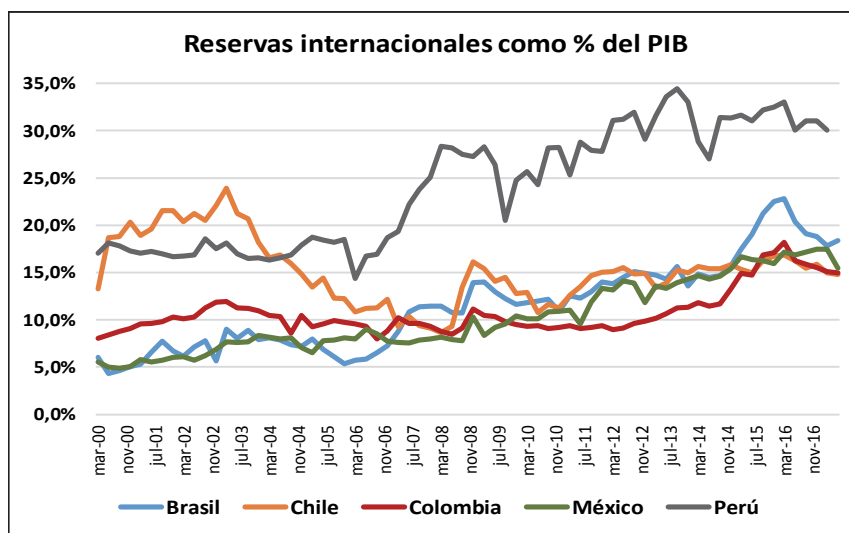
UNA EXPLICACIÓN BÁSICA: CAÍDA EN LOS COEFICIENTES DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO NETO



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 déficit en cuenta corriente durante el auge.
- ❖ Si no se han adoptado políticas anticíclicas durante el auge, las políticas procíclicas son inevitables durante la crisis.
- ❖ De todas maneras, la reducción del endeudamiento externo neto que se ha logrado 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
Presentación en la Conferencia de CEMLA
Bogotá, Noviembre 2 de 2017