



◆ Las economías avanzadas y los riesgos de corto y mediano plazos de las economías emergentes*

Las economías emergentes (EE) deben prepararse para los riesgos de corto y mediano plazos que se derivan de la crisis de Europa y los problemas de las economías avanzadas. La actual política monetaria muy laxa en estas economías desarrolladas y el equilibrio del mercado mundial del ahorro y la inversión implican la existencia de tasas de interés reales bajas e incluso negativas, con sus consecuentes riesgos para las EE en el mediano plazo.

En primer lugar, el bajo costo de financiamiento en el ámbito mundial puede hacer surgir tendencias insostenibles de apalancamiento y gasto en las EE. En segundo lugar, las bajas tasas de interés reales inducen aquellos proyectos de inversión que pueden no resultar rentables en el largo plazo (a tasas de interés reales mayores) y, por tanto, pueden producir distorsiones de los precios globales claves (como los de los productos básicos) y por esta vía, conducir a la adopción de posiciones fiscales o externas insostenibles de las EE.

Por tanto, las EE deben implementar esquemas de política de mediano plazo que eviten estos excesos. En general deben explorarse aquellos mecanismos que lleven a generar suficiente ahorro o proyectos de inversión que son insostenibles. Por ejemplo, la política fiscal debe planearse con el supuesto de que parte de los ingresos que se obtengan de las exportaciones de productos básicos, o el mayor crecimiento de la economía, serán temporales. Así mismo, las regulaciones financieras y sobre los flujos de capital deben ajustarse de tal manera que no incentiven el riesgo excesivo de mercado, liquidez o adquisición de créditos sin garantías, lo cual normalmente conduce a un endeudamiento desbordado.

En el corto plazo la senda seguida por la crisis de la zona del euro puede afectar a las EE de muchas maneras. Estos países deben asegurar las condiciones para absorber

* Con base en las notas del Gerente General del Banco de la República para la presentación en la Conferencia anual sobre mercados emergentes de la HSBC, sesión 1: "Ansiedad de la eurozona: preparando a las economías emergentes para distintos escenarios", Zurich, 11 de septiembre de 2012.

los choques externos a un mínimo costo. Más específicamente, esto significa que se tenga la habilidad para reaccionar contracíclicamente, de tal manera que se pueda mitigar *ex ante* la transmisión del choque externo sobre el sistema financiero interno y la tenencia de suficientes provisiones de liquidez tanto en moneda local como en divisas.

Por ejemplo, la flexibilidad de la tasa de cambio y la credibilidad del régimen de inflación baja son requisitos fundamentales para conducir una respuesta de una política monetaria contracíclica. De manera similar, una senda de deuda pública sostenible es necesaria para la reacción oportuna de una política fiscal que vaya contra el ciclo. Un monitoreo cuidadoso del grado de exposición de los intermediarios financieros al resto del mundo y una regulación prudencial de aquellos posibles riesgos es esencial para el funcionamiento normal del sistema financiero después de un choque y para la transmisión de la política monetaria contracíclica.

En la actualidad las provisiones de liquidez son amplias en muchas EE tanto en nivel local como en el mercado mundial, pero un choque externo severo puede interrumpirlas. No solamente puede recortarse de manera abrupta el crédito de corto plazo que fluye a los intermediarios locales, sino que también los mercados de dinero internos podrían dejar de funcionar durante la crisis. Esto podría conducir a ventas anticipadas de activos, a afectar de manera negativa a los mercados de capital y a complicar el financiamiento tanto del gobierno como de las empresas.

En consecuencia, un colchón de reservas internacionales adecuado, una regulación apropiada de la liquidez, unos mecanismos bien diseñados de prestamista de última instancia para un grupo amplio de intermediarios y un monitoreo cercano de las conexiones del mercado de dinero interno son vitales para moderar el impacto de un choque externo sobre la economía.

Curiosamente hay un traslape de las acciones de política requeridas para mitigar los riesgos de mediano y largo plazos. La sostenibilidad de la deuda pública es necesaria para lograr que la política fiscal sea contracíclica en el corto plazo y está relacionada con asegurar que no se efectúen gastos permanentes con base en incrementos de ingresos temporales vistos desde una perspectiva de mediano plazo. La regulación de los flujos de capital y la intermediación financiera deben orientarse a contener un aumento inusitado del apalancamiento o la mala asignación de los recursos de inversión en el mediano plazo, cuestiones asociadas con la restricción impuesta por los descalces de moneda y plazos que se requiere para permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio y evitar una presión financiera después de un choque externo.

En las siguientes secciones se revisarán los riesgos que enfrentan las EE en el mediano y largo plazos y las medidas de política, así como el marco que se requiere para mitigarlos, con base en la experiencia colombiana.

◆ I. Riesgos de mediano plazo

Cualesquiera que sean los acontecimientos en Europa, el crecimiento potencial del mundo desarrollado será menor que lo que fue en los años que precedieron a la crisis. Como consecuencia, podemos esperar que la tasa de interés real “natural” también se mantenga baja. De acuerdo con estas tendencias, la política monetaria en estos países buscará mantener las tasas de interés reales como respuesta a esta lenta expansión.

Es posible que un período prolongado de tasas de interés reales derive en un incremento de los precios de los productos básicos a pesar del lento crecimiento mundial. La combinación de tasas de interés reales bajas y precios altos de los productos básicos tendría dos importantes implicaciones para las EE exportadoras de este tipo de bienes, como es el caso de Colombia. En primer lugar, al analizar el comportamiento fiscal y el externo se podría tener una conclusión sesgada de que estas economías serán sostenibles con base en el supuesto falso de que los ingresos adicionales que se están obteniendo son permanentes.

En segundo lugar, los flujos de inversión extranjera directa (IED) que se orientan a incrementar la capacidad de la producción de bienes básicos pueden verse de manera errada como una fuente estable y confiable de financiamiento del déficit de la cuenta corriente. Si parte de estos flujos dependen de proyectos que son rentables a tasas de interés bajas y con precios internacionales de *commodities* altos, este financiamiento puede desaparecer en condiciones mundiales más “normales”, al tiempo como se esfumaría la inversión que lo sostiene.

Colombia es un exportador de productos básicos. Más de tres cuartas partes de nuestras ventas externas son de este tipo de productos, incluyendo el petróleo, carbón, níquel, café y oro, pero los argumentos planteados son especialmente relevantes en el caso del petróleo, producto para el cual se espera que la producción y exportación alcance su punto máximo en 2019 y luego comience a decrecer. El petróleo representa cerca del 50% de nuestras exportaciones, y las cuentas del gobierno que dependen de este producto son cerca de un 10% de sus ingresos totales. Se espera que este porcentaje se incremente hasta el 18% en 2013. Un 39% de la IED que llega al país se destina a la exploración y explotación del petróleo y actualmente aquella cubre un 133% del déficit en cuenta corriente de 3% del PIB. Parte de la nueva inversión en petróleo está relacionada con la explotación de pozos que son solo rentables en un entorno de bajas tasas de interés y altos precios internacionales del crudo.

Dada la naturaleza temporal de los ingresos relacionados con petróleo debido a mayores cantidades y precios, así como la incertidumbre asociada con estas variables, parecería prudente ahorrar una parte sustancial de estos. En Colombia actualmente se materializa este ahorro gracias a una reforma constitucional que se realizó a las regalías regionales y a la regla fiscal (aún en proceso de implementación). Sin embargo, un aspecto por resolver es si los montos ahorrados serán suficientes para sostener un gobierno cada vez mayor.

Los efectos macroeconómicos de esta decisión no deben subestimarse. El tamaño relativo de los flujos relacionados con el petróleo y su duración pueden impulsar a síntomas de la denominada “enfermedad holandesa”. El peso colombiano ha experimentado una importante apreciación en los últimos años; aunque esto tiene que ver con los bajos niveles de aversión al riesgo de las EE en general, los flujos petroleros también pueden estar desempeñando un papel importante en este proceso.

Por consiguiente, tanto por consideraciones fiscales como por las macroeconómicas, todo apunta a que hay una necesidad de mayor ahorro. En el corto plazo esto puede alcanzarse con mayores superávits fiscales (en una economía no ricardiana) y con límites al apalancamiento excesivo del sector privado.

Adicionalmente, un segundo riesgo de mediano plazo para las EE son los flujos de capital que ingresan como consecuencia de las bajas tasas de interés en las economías avanzadas. Estos flujos pueden poner en riesgo la estabilidad financiera, al inducir un proceso de endeudamiento insostenible y al exacerbar los descalces

de moneda y plazo en los balances de los residentes. Además, pueden causar una apreciación temporal de la moneda, con sus consecuentes efectos adversos en la competitividad de los sectores transables.

Por tanto, las medidas orientadas a contener estos flujos o sus consecuencias pueden ser necesarias. La primera y más importante es la flexibilidad del tipo de cambio. Al evitar defender un nivel específico de la tasa de cambio nominal y la creación procíclica de dinero, el monto de los flujos de capital se reduce y el crecimiento del crédito es menor. En algunas ocasiones, sin embargo, la flexibilidad cambiaria debe complementarse con algunas políticas macroprudenciales. Estas funcionan reprimiendo la actividad financiera y la intermediación. Entonces, deben aplicarse únicamente en situaciones en las cuales la probabilidad de ocurrencia de desequilibrios es clara. En otros casos, tales medidas pueden resultar ineficientes y además impedir la profundización financiera o, aún peor, desviar el riesgo financiero a otros segmentos del mercado que cuentan con menor monitoreo por parte de las autoridades. En suma, las medidas macroprudenciales pueden ser útiles y necesarias, pero tienen límites y costos y solo deben aplicarse cuando se identifican claramente sus beneficios netos.

Basados en estos criterios, un grado importante de flexibilidad de la tasa de cambio se permite en Colombia. Dado este régimen de tipo de cambio flexible, las reducciones de la tasa de interés externa no han llevado a que se monetizen grandes flujos de capital, ni que se intermedien por parte de los bancos colombianos. Sin embargo, la demanda por dinero ha aumentado a medida que se incrementa el apetito por activos colombianos, y puesto que el banco central estabiliza la tasa de interés de corto plazo, se ha registrado un acomodamiento de la oferta de dinero. Adicionalmente, las bajas primas de riesgo han inducido aumentos de los precios de los activos y, como consecuencia de ello, se ha observado una expansión de la oferta de crédito a costa de otros activos bancarios con menor poder multiplicador, como los bonos del gobierno.

En este entorno, el crédito comenzó a aumentar rápidamente (por múltiplos del crecimiento del PIB nominal), y por ello se utilizaron los encajes temporales y el aumento de las provisiones para moderar este incremento, en especial el del crédito privado de los hogares entre 2007 y 2011. Entre 2007 y 2008 estas medidas fueron complementadas con controles transitorios a los flujos de capital de la forma de encajes no remunerados en los créditos y flujos de portafolio. La naturaleza temporal de estos instrumentos fue resultado del carácter transitorio de los flujos de capital que se pretendía controlar y del alto costo de que los controles permanecieran por un período largo.

Como experiencia ante crisis pasadas muy profundas, una preocupación significativa en las EE es que los flujos de capital insostenibles no solo traigan consigo un mayor endeudamiento, sino también mayores descalces en monedas y plazos en los balances de los sectores público y privado. Cuando las condiciones externas cambian, estos descalces contribuyen de manera negativa a la caída en la demanda y el producto, y complican aún más la posibilidad de actuar de manera contracíclica, como se desarrollará en la siguiente sección. Otra vez, para enfrentar este problema el instrumento más importante y el primero es la flexibilidad de la tasa de cambio: forzando a los agentes a internalizar el costo del riesgo cambiario, se pueden limitar estos descalces.

Sin embargo, la flexibilidad cambiaria debe complementarse con otras medidas que restrinjan los riesgos cambiarios y de liquidez externa en algunos segmentos sistémicos de los mercados financieros, ya que de no hacerlo se incurriría en grandes costos. En Colombia existe una regulación permanente que limita este tipo de riesgos a los bancos y otros intermediarios financieros.

◆ II. Riesgos de corto plazo

Es difícil describir los posibles resultados que se derivan a partir de diferentes escenarios en la zona del euro. Para cada una de las alternativas consideradas, tales como la monetización de la deuda, la ruptura de la unión monetaria o, simplemente, un entorno de mucha confusión, es posible reflexionar sobre las diferentes formas como las EE se verían afectadas.

Por ejemplo, una ruptura desordenada de la unión monetaria en Europa, o una monetización de la deuda sin un ajuste fiscal creíble, pueden llevar a una caída del producto y del crecimiento económico en ese continente y en el mundo en general. Como resultado, los precios de los productos básicos y la demanda por productos provenientes de las EE podrían verse perjudicados. También, se incrementaría la aversión al riesgo por algún tiempo. Tal como ocurrió con la crisis de Lehman, estos fenómenos generarían apreciaciones de la tasa de cambio y una contracción del PIB. Más aún, dependiendo de las conexiones financieras internacionales entre bancos y el sector productivo de cada país, algunos mercados financieros o cambiarios internos pueden verse afectados.

Sin embargo, es posible argumentar que, si una determinada EE tiene un esquema de política con las características que se describirán, se podría minimizar el costo de los choques negativos que pueden surgir de las amplias posibilidades de eventos que sucedan en Europa:

a. Respuestas de política contracíclica: para hacer frente a una desaceleración económica que surja como resultado de un choque externo, una medida contracíclica por parte de la política monetaria, fiscal y macroprudencial puede ser muy útil. Sin embargo, este tipo de respuesta solo es posible si los esquemas de política son creíbles y sostenibles.

En el caso de la política monetaria, una reacción contracíclica sería efectiva si: i) la autoridad monetaria tiene control sobre la tasa de interés (o la base monetaria), y ii) las expectativas de inflación están ancladas (alrededor de su meta).

La primera condición implica un alto nivel de flexibilidad del tipo de cambio y adicionalmente, el hecho de que el banco central tenga control sobre las tasas de interés internas permite el funcionamiento de la tasa de cambio nominal como un colchón frente al choque externo.

La segunda condición asegura que la reducción contracíclica de la tasa de interés y la depreciación de la moneda no se traduzcan en aumentos de la inflación y así limiten la habilidad del banco central para apoyar el crecimiento económico.

Estas condiciones, a su turno, dependen de factores más profundos y estructurales a los cuales las autoridades de política deben prestar atención en cuanto a su cumplimiento y duración. La ausencia de descalces de moneda es uno de ellos. La experiencia de varias EE en episodios previos muestra que la dolarización

de los pasivos puede restringir de manera importante la forma como la tasa de cambio absorbe un choque externo y puede llevar a las autoridades a adoptar políticas procíclicas en situaciones en las cuales las tasas de interés deben incrementarse para prevenir asignaciones perversas de recursos en el sistema financiero, causadas por una depreciación aguda.

En Colombia la legislación vigente no permite la dolarización financiera y el riesgo cambiario de los intermediarios financieros está limitado por la regulación. Con el fin de evitar posibles descalces en el sector no financiero, el mejor instrumento es la propia flexibilidad de la tasa de cambio, ya que esta hace que los agentes interioricen el costo cambiario en sus decisiones financieras.

Un segundo factor es la credibilidad en la meta de inflación. Esto se logra cumpliendo el objetivo inflacionario y construyendo una reputación que requiere que la política monetaria pueda actuar de manera contracíclica tanto en buenos como en malos momentos. La flexibilidad de la tasa de cambio ayuda, ya que la transmisión de la tasa de cambio a inflación (*passthrough*) se debilita cuando la tasa de cambio exhibe volatilidad. Como se anotó, aunque la causalidad actúa en ambas vías, la credibilidad en sí misma hace que el *passthrough* disminuya.

Las políticas fiscal y macroprudencial contracíclicas también pueden ayudar a disminuir la respuesta de la economía a un choque externo adverso. Como en el caso de la política monetaria, ambas son posibles en malos momentos, no obstante así hayan actuado en los buenos momentos. Esto es equivalente a evitar una excesiva acumulación de deuda pública cuando las condiciones son favorables, o a contener los desequilibrios que se gestan cuando ingresan flujos de capital como respuesta a bajos costos de financiamiento.

En Colombia una serie de reformas fiscales estructurales llevaron a una disminución de la deuda pública de 40% del PIB en 2000 a 22,4% en 2007, de tal manera que los estabilizadores automáticos pudieron utilizarse de manera segura ante la crisis de Lehman. Entre 2007 y 2008 se impusieron requisitos internos de encaje marginal y de encaje al endeudamiento externo y flujos de portafolio, así como se incrementaron los requisitos de provisiones con el objetivo de impedir un mayor apalancamiento de empresas y hogares. Estas exigencias se levantaron después de la crisis de Lehman para apoyar la liquidez de la economía y la oferta de crédito.

b. *La mitigación ex ante de la transmisión de los choques externos en el sistema financiero interno*: el tamaño y duración de los efectos de un choque externo adverso en las EE depende de manera importante del comportamiento del sistema financiero interno. Un evento que afecte la liquidez bancaria, la solvencia o el crédito interno amplía y propaga este choque, tal como se ha reconocido en un amplio sector de la literatura académica (véase, por ejemplo, Brunnermeier y Sannikov, 2012)¹. Por tanto, cualquier esfuerzo que alivie el contagio de estos choques externos *ex ante* sobre el sistema financiero es muy importante.

Como ha sido mostrado por Forbes (2012)², limitar el apalancamiento de los intermediarios financieros se relaciona con menores efectos de un choque externo

¹ “Redistributive Monetary Policy”, preparado para el encuentro de 2012 del Jackson Hole Symposium, auspiciado por la Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto de 2012.

² “The Big ‘C’ Identifying and Mitigating Contagion”, preparado para el encuentro de 2012 del Jackson Hole Symposium, auspiciado por la Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto de 2012.

negativo. Más aún, Brunnermeier y Sannikov (2012) han argumentado que la senda que siga una economía después de uno de estos choques depende del nivel de apalancamiento de los bancos y de los agentes no financieros.

Estas lecciones se aprendieron dolorosamente en Colombia con la crisis financiera de finales del siglo pasado, la cual estuvo asociada con el sector hipotecario y la banca pública. Como resultado de ello, los requisitos de capital bancario tuvieron que ser reconstruidos y monitoreados muy de cerca desde entonces.

Adicionalmente, se implementó una política de incrementar las provisiones por la vía de restringir el apalancamiento bancario, buscando reducir indirectamente los incentivos a los ahorradores a usar el apalancamiento (dado que el costo del crédito se incrementó). También, se estableció un límite del 70% al financiamiento hipotecario para reducir la vulnerabilidad financiera de los bancos y de los hogares³. Más recientemente, la definición del capital bancario se reformó para adaptarlo a los estándares de Basilea III, y como consecuencia de ello próximamente se modificarán las razones de solvencia.

En otros frentes, los elementos claves de la estrategia de evitar descalces cambiarios y minimizar los impactos de estos son, como se mencionó, los fuertes límites a la dolarización de pasivos, el control a las posiciones en moneda extranjera del sistema financiero y la flexibilidad cambiaria.

Otra área de preocupación es la exposición de los intermediarios financieros locales a los mercados internacionales y, por tanto, la posibilidad de contagio de lo que sucede afuera. Tradicionalmente, el punto que inquieta a las EE es el impacto que pueda tener un choque sobre la liquidez bancaria, la solvencia y el flujo de crédito de los intermediarios en el mercado local. Para enfrentar estos riesgos, el arreglo de política en Colombia y otras EE incluye el requisito de que todos los bancos internacionales se establezcan en el país como firmas totalmente incorporadas, acatando la regulación y el seguro de depósito del país que los acoge. También, las EE pueden tener acceso a facilidades de liquidez. Este tipo de arreglo institucional sirve para hacer frente a los choques financieros.

Hoy en día, sin embargo, Colombia y otras EE se han encontrado con nuevos retos, relacionados con la presencia creciente de bancos locales en el extranjero. Esto abre una nueva conexión entre las EE y el resto del mundo, e implica mayores exigencias de información, análisis y regulación, para las cuales las autoridades de nuestros países deben estar preparadas.

Por ejemplo, es esencial entender a los mercados en los cuales los intermediarios locales se han expandido, así como conocer sus esquemas de política y los regulatorios. Los choques de liquidez externos pueden tener un impacto inmediato sobre los mercados cambiarios y monetarios. Las exposiciones en divisas, que han sido monitoreadas de cerca y controladas hasta ahora, pueden fácilmente modificarse con “cambios de maquillaje” en los activos y pasivos de las sucursales de los bancos locales en el extranjero. Más específicamente por lo menos en Colombia, tendrá que hacerse un avance ingente en la supervisión y regulación de los conglomerados y grupos financieros, en coordinación con las autoridades financieras de los países huéspedes.

Un punto final importante con respecto a la resistencia del sistema financiero interno y su capacidad de recuperación es el papel de la política monetaria. En

³ También llamada “vivienda de interés social”, el préstamo máximo es del 80%.

Colombia esta política se entiende que tiene una función macroprudencial. Sin embargo, por consideraciones del llamado canal del riesgo⁴ -que se toman con mucha seriedad- se evitan periodos prolongados de bajas tasas de interés. Más aún, el comportamiento del crédito y del precio de los activos son factores importantes en las decisiones del banco central en materia de tasas de interés.

c. *Provisiones adecuadas de liquidez*: aunque estas pertenecen al conjunto de medidas que buscan mitigar la propagación de los choques en el sistema financiero interno, salvaguardar la liquidez en los mercados financieros y en los intermediarios merece un capítulo aparte, ya que es muy importante para prevenir un mal equilibrio en el corto plazo después de un choque adverso. Esto incluye tener los mecanismos funcionando para que provean liquidez en moneda local y en divisas.

Aparte del seguro de depósito y de las facilidades de prestamista de última instancia, así como de instrumentos diseñados para manejar retiros inesperados y masivos buscando evitar las corridas bancarias, la discusión de política en Colombia se ha centrado en cómo enfrentar los choques de liquidez y la provisión de liquidez de los agentes no financieros y los mercados de capitales. Algunos de estos intermediarios pueden ser considerados sistémicos debido a su tamaño e interconexiones y a su importancia como actores en los mercados de bonos. Un choque que afecte a estos intermediarios puede comprometer seriamente la capacidad de financiarse de un gobierno en un momento en el cual también estén cerrados los mercados externos de capital. También, puede disparar las ventas anticipadas de activos con sus consecuentes efectos adversos en la riqueza y los valores de los bienes dados en garantía y, de esta manera, afectar negativamente el gasto agregado y la propia estabilidad financiera.

Algunos intermediarios financieros no bancarios (por ejemplo, comisionistas de bolsa) no tienen acceso a las facilidades del prestamista de última instancia. Como resultado de ello pueden verse en aprietos financieros en el proceso de enfrentar un choque de liquidez, lo cual puede incluso incrementar su vulnerabilidad *ex ante* (nuevamente, un ejemplo de un mal equilibrio). En Colombia este tipo de agente tiene acceso a la liquidez del banco central, mediante operaciones repo. Sin embargo, como se ha argumentado en la literatura, esto puede tener un problema de riesgo moral. Las repos regulares se limitan al valor neto del intermediario y son ilimitadas, pero con una tasa de interés punitiva. A pesar de ello, subsiste la probabilidad de riesgo moral y puede que se requiera algún tipo distinto de facilidad de liquidez para esta clase de agentes.

La provisión de liquidez en divisas es igualmente importante. Colombia no experimentó un choque de liquidez en moneda extranjera durante la crisis de Lehman, en parte, debido a la regulación existente que limita los descalses en moneda extranjera de los bancos colombianos. Sin embargo, la expansión de bancos nacionales en el extranjero podría hacer cambiar esta situación. Por tanto, tener instrumentos que puedan servir para hacer frente a este tipo de choques resulta urgente. Contar con un nivel alto de reservas internacionales y la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional son pasos útiles para prevenir y enfrentar situaciones de restricción de liquidez en moneda extranjera. Además,

⁴ Véase Gambacorta, L. (2009). "Monetary Policy and the Risk-Taking Channel", *BIS Quarterly Review*, pp. 43-53, diciembre.

debería considerarse otro variado conjunto adicional de instrumentos para proveer liquidez en divisas. La experiencia de otras EE en este campo particular puede ser orientadora en esta materia. 🏦

♦ **José Darío Uribe Escobar*** ♦
Gerente general'

* Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de su exclusiva responsabilidad.