

# NOTA EDITORIAL

## FACTORES GLOBALES Y LA POLÍTICA MONETARIA EN PAÍSES EMERGENTES PRODUCTORES DE BIENES BÁSICOS

**E**sta Nota está dividida en tres partes: en la primera se resaltan dos tendencias globales de especial importancia para el desempeño de economías pequeñas, abiertas y productoras de bienes básicos, como la colombiana. En la segunda parte se identifican los efectos positivos de estas tendencias sobre los países emergentes productores de bienes básicos, así como los riesgos que deben ser cuidadosamente manejados. Por último, con base en la experiencia colombiana, se presentan algunos comentarios sobre política monetaria y financiera, y una breve referencia sobre la política fiscal; en este sentido, las políticas monetaria, financiera y fiscal son los pilares fundamentales de la política macroeconómica.

### ***I. FACTORES GLOBALES***

Consideremos dos tendencias globales en especial relevantes para economías productoras de bienes básicos, como la colombiana. La primera es la actual naturaleza multipolar de la economía mundial. Hace una o dos décadas lo que pasaba en los Estados Unidos determinaba en buena parte el desempeño de la economía mundial, incluyendo la de los países emergentes de América Latina. Ahora las naciones emergentes tienen un impacto significativo en el crecimiento de las economías de la región y del resto del mundo.

Las economías emergentes, en particular las asiáticas, absorben hoy el 50% de las importaciones mundiales y representan dos tercios del crecimiento global de los últimos cinco o diez años. También, son el motor que impulsa el aumento del precio de los productos básicos. Esto ocurre, en parte, por el rápido proceso de urbanización e industrialización en China e India, el cual ha creado una demanda en aumento por metales y energía. Adicionalmente, China, India y otras economías emergentes se han expandido de manera significativa y con ello han mejorado las condiciones de vida de su población, lo cual, a su vez, incrementa la demanda por alimentos y proteínas. Todos estos factores explican el importante incremento de los precios de los productos básicos. Este efecto aumenta los retornos del capital en los sectores productores de estos bienes. En Colombia hemos sido testigos de las cada vez mayores inversiones en petróleo, carbón, oro y otros productos básicos, como también sucede en otros países emergentes con recursos naturales.

En contraste, están países como los Estados Unidos y algunos europeos, los que, con contadas excepciones, presentan un actual crecimiento anémico. Esto es un comportamiento típico luego de una crisis financiera. Como lo muestra un trabajo reciente de Reinhart y Reinhart<sup>1</sup>, en la década siguiente a una crisis financiera la tasa promedio anual de la expansión del PIB cae en un punto porcentual, mientras que la tasa de desempleo se incrementa en cinco puntos. Las excepciones en la crisis reciente han sido países como Australia y Canadá, economías que se han recuperado relativamente rápido.

El segundo factor global es la necesidad de consolidar el frente fiscal en un entorno de exceso de capacidad productiva, bajas expectativas de inflación y poca confianza. Las autoridades monetarias han respondido con tasas de interés de política muy bajas por períodos prolongados (por ejemplo, cero o cerca de cero en los Estados Unidos y Japón) y una política monetaria no convencional en algunos países avanzados, más conocida como el *quantitative easing* (QE).

¿Cuáles son las implicaciones de estos dos factores globales? Algunas de las más relevantes para los países latinoamericanos productores de bienes básicos son los altos precios de los productos básicos y de los términos de intercambio; las fuertes inversiones, tanto de locales como de extranjeros, en sectores productores de bienes básicos, además de los fuertes flujos de capital.

---

<sup>1</sup> Reinhart, C. y V. Reinhart (2010). "After the Fall", presentado en el simposio de la Federal Reserve Bank of Kansas City (Economic Policy Symposium), titulado Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, en Jackson Hole, Wyoming, 26 a 28 de agosto de 2010. También se encuentra publicado en el *working paper*, núm. 16334, del National Bureau of Economic Research.

## **II. EL RIESGO Y SU MANEJO**

Los factores globales mencionados (precios elevados de los productos básicos, fuerte inversión y flujos de capital) tienen un impacto positivo. En particular, las perspectivas económicas de los países emergentes productores de bienes básicos son favorables en tanto las tendencias descritas permanezcan. Sin embargo, esas condiciones también conllevan algunos riesgos que deben ser manejados con cuidado, en especial para países como Colombia, que está teniendo una expansión importante de los sectores mineroenergéticos.

El primer aspecto por tener en cuenta es que los precios de los productos básicos son altamente volátiles e inciertos. Las curvas de demanda y oferta de corto plazo de estos productos son inelásticas. Como resultado de ello, cualquier movimiento en la curva de oferta o de demanda genera fuertes fluctuaciones de los precios. El segundo aspecto es que las elasticidades de oferta y demanda de largo plazo son mayores que las de corto plazo, porque los consumidores buscan economizar y encuentran productos sustitutos.

Estos dos aspectos crean riesgos. Las empresas, los hogares y las autoridades de política tienden a sobrerreaccionar a incrementos de corto plazo en los precios de los bienes básicos. Los fuertes flujos de capital pueden alimentar los desequilibrios financieros (aumento excesivo del crédito y de los precios de los activos), además de ser responsables de un crecimiento desequilibrado de los sectores productores de bienes no transables y los transables diferentes a los bienes básicos.

Más aún, si como respuesta al fenómeno de excesiva apreciación cambiaria las tasas de interés internas se mantienen bajas por un período prolongado, existe la posibilidad de que las personas o las empresas decidan exponerse en exceso al riesgo. De esa manera se generan burbujas de precios de los activos (por ejemplo, de la propiedad raíz) y excesos en los niveles de endeudamiento. En Colombia hemos aprendido esto de crisis anteriores y, por supuesto, de la crisis internacional que comenzó en 2007 y que explotó en el cuarto trimestre de 2008. De estas crisis hemos extraído tres principios básicos:

*Primero: la flexibilidad es crucial.* Esto significa que la flexibilidad cambiaria es importante y el banco central no debe tener una meta de tasa de cambio (nominal o real). Las políticas fiscal y monetaria también deben ser flexibles, con capacidad para responder de manera apropiada y oportuna a eventos esperados e inesperados.

*Segundo: se deben evitar las políticas procíclicas.* En períodos de auge los ingresos tributarios aumentan y los gobiernos tienen la tentación de incrementar el gasto. Los bancos centrales pueden tener incentivos para apoyar crecimientos insostenibles del gasto. Ello no solamente aumenta los desequilibrios fiscales y financieros durante los períodos de condiciones externas favorables, sino que también obstaculiza la capacidad de las autoridades económicas de aplicar políticas contracíclicas en los campos fiscal y monetario cuando las condiciones externas se deterioran.

*Tercero: al análisis se deben incorporar las condiciones financieras y de intermediación.*

### **III. POLÍTICAS MONETARIA Y FINANCIERA**

Hay algunos puntos de consenso con respecto a este tema: 1) la estabilidad de precios por sí sola no es suficiente; también importa la estabilidad financiera, tal como nos han enseñado crisis previas (la reciente crisis financiera en los Estados Unidos se gestó en un período de estabilidad de precios); 2) la tasa de interés por sí sola tampoco es suficiente para alcanzar simultáneamente la estabilidad de precios y la financiera: se necesita más de un instrumento.

Esto significa que es crucial un rango amplio de instrumentos de política y, entre ellos, como se anotó, está la política fiscal. Esta, en primer lugar, debe evitar cualquier efecto contraproducente —no debe “echar leña al fuego”—. Así, debe ayudar mediante posturas contracíclicas. Por ejemplo, cuando se experimente un choque externo positivo de términos de intercambio y de flujos de capital, las autoridades fiscales deben incrementar el ahorro para que se evite el recalentamiento de la economía y se prevenga un desequilibrio financiero y un crecimiento excesivo del crédito y de los precios de los activos.

Un segundo instrumento de política es la financiera. Esta es la primera línea de defensa para preservar la estabilidad financiera. El enfoque adecuado de esta política depende del arreglo institucional. Por ejemplo, en el caso colombiano, la supervisión y la regulación del sector financiero no es manejada por el banco central; en consecuencia, es importante que aquel y las autoridades supervisora y reguladora trabajen conjuntamente.

La política financiera debe estar enfocada a prevenir un crecimiento excesivo del crédito, las burbujas en los precios de los activos y los grandes descalces de las monedas y de los plazos. Un conjunto de medidas deben ser implementadas para alcanzar esto, entre ellas: 1) una regulación macroprudencial y una supervisión que contribuyan al régimen de tipo de

cambio flexible y, de alguna manera, que sea contingente a la posición cíclica de la economía; 2) vigilar y regular las instituciones financieras individuales, que es la función tradicional de los supervisores, y 3) monitorear y buscar apoyo a acciones apropiadas, como por ejemplo, las de ser cuidadosos y evitar el aumento excesivo del crédito y de la inflación de los precios de los activos. Esto lo puede hacer el banco central con los reportes de estabilidad financiera, lo mismo que con anuncios públicos que alerten sobre estos riesgos.

El tercer instrumento es la política monetaria y cambiaria. Un cierto número de acciones se requieren en estos frentes. Primero, las autoridades monetarias necesitan incorporar en su marco de políticas consideraciones de estabilidad financiera, de tal manera que se suavicen las fluctuaciones económicas en períodos superiores al de uno o dos años, que caracterizan a los regímenes tradicionales de inflación objetivo.

En particular, aun si las proyecciones de inflación para los siguientes uno a dos años son coherentes con el logro de la meta de inflación, es posible que existan señales de desequilibrios financieros que deben ser tenidas en cuenta. Estas incluyen crecimientos excesivos del crédito y de los precios de los activos, o una confianza excesiva de los hogares y las empresas. Esta confianza desbordada en la parte alta del ciclo económico es común en los mercados financieros, y un horizonte superior a los dos o tres años puede mostrar que sus acciones crean riesgos a la estabilidad financiera.

Segundo, las decisiones de política de tasa de interés deben tener en cuenta el efecto sobre las proyecciones de inflación y su impacto en los mercados de crédito y activos. Estas pueden exacerbar las fluctuaciones del producto y el empleo en el futuro, aun en horizontes superiores a los dos o tres años. Esto no significa que los bancos centrales tengan metas de crecimiento del crédito o de los precios de los activos; solamente implica que es necesario tener en cuenta la información de dichas variables en su marco de decisiones de política. La política monetaria también cumple un papel importante en la prevención de los auges de crédito.

Tercero, las autoridades deben estar preparadas para utilizar instrumentos que les permitan manejar el apalancamiento. Se requieren herramientas adicionales a las que normalmente tiene un banco central (no solo las tasas de interés) y todas deben ser escogidas cuidadosamente. Esto significa que los instrumentos deben ser seleccionados solo cuando sus beneficios esperados sean superiores a sus costos.

En Colombia utilizamos algunos de estos instrumentos durante la fase de expansión del ciclo en 2006 y 2007. En esos años el banco central aumentó

la tasa de interés, pero las tasas de interés del mercado no respondieron tan rápido como se esperaba. También fuimos testigos de un crecimiento acelerado del crédito. Como resultado de ello, se impusieron fuertes encajes y rápidamente comenzó a verse una reducción en el crédito al consumo, que venía incrementándose a tasas superiores al 50% anual. Esta acción reforzó el mecanismo de transmisión de la tasa de interés al resto de la economía.

Otros instrumentos son la regulación cambiaria o los controles a los flujos de capital para contrarrestar los descalces de las monedas o el endeudamiento excesivo. Adicional a los encajes marginales a los depósitos, en 2007 se impuso un encaje no remunerado al endeudamiento externo. También se tienen límites a los descalces en moneda y plazos de los intermediarios financieros, ya que de experiencias previas conocemos la utilidad de esas medidas.

Otro instrumento es la intervención cambiaria, específicamente para mantener niveles adecuados de liquidez internacional y para corregir el comportamiento ocasional especulativo en los mercados cambiarios, lo cual, si no se controla, desestabiliza la economía. Para ello hemos acumulado reservas internacionales y también disponemos de otros recursos de liquidez internacional, como la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Hay otros aspectos asociados con la intervención cambiaria que vale la pena resaltar. Uno es que es muy difícil saber con seguridad si existe un comportamiento especulativo en el mercado cambiario. En particular, hay que estar alerta de no fijar metas de tasa de cambio o, peor aún, de tasa de cambio real (los especuladores podrán buscar ganancias tomando posiciones en contra de un determinado nivel de la tasa de cambio). Otro es que si se lleva a cabo una intervención cambiaria no esterilizada, ello puede llevar a expansiones excesivas del crédito, a burbujas en los precios de los activos e inflación. Por otro lado, si la intervención se esteriliza, puede atraer más capitales, lo cual la haría poco efectiva, costosa e insostenible.

El punto de fondo es que hay que saber cuándo intervenir en el mercado cambiario y cómo hacerlo. Presumiblemente en el pasado cada país ha identificado las formas más efectivas de hacerlo. Esto suele ser más un arte que una ciencia.

#### **IV. COMENTARIOS FINALES**

Las conclusiones principales de esta Nota se pueden resumir en cuatro puntos. El primero, se requiere una combinación de tasas de interés de política y de regulación y supervisión macroprudencial para lograr respuestas

efectivas a algunos de los riesgos identificados. La experiencia ha demostrado que, dados los riesgos de desequilibrios financieros (tales como las burbujas de precios de los activos y el crecimiento excesivo del crédito), hay que pensar en una combinación de instrumentos de política monetaria tradicionales, como es la tasa de intervención, con la regulación y supervisión macroprudencial. El Banco de Pagos Internacionales ha sido un líder en la discusión de estas dos últimas herramientas.

El segundo, los bancos centrales deben estar dispuestos a utilizar la política monetaria para prevenir riesgos de crisis financiera. Como se anotó, una primera línea de defensa son las políticas financieras (macroprudenciales y las tradicionales de supervisión). Sin embargo, la política monetaria también debe ayudar cuando las proyecciones de inflación son bajas pero no capturan los riesgos de desequilibrios financieros. En este punto las autoridades monetarias deben recurrir a la experiencia que muestra que unas tasas de interés bajas por períodos en exceso prolongados terminan creando problemas en el mediano plazo, no a uno o dos años, pero sí a tres, cuatro o cinco años adelante. Más aún, si la regulación o la supervisión financiera no son suficientes para prevenir la creación de estos desequilibrios, se necesitará la participación de la política monetaria.

Tercero, en el corto plazo es posible que exista conflicto entre la estabilidad de precios y la financiera. Por ejemplo, la inflación puede situarse por debajo de la meta cuantitativa, al tiempo que se presenta un crecimiento acelerado del crédito y los precios de los activos. Para resolver ese dilema las autoridades económicas permiten que la inflación caiga debajo de la meta y se eviten los problemas de desequilibrios financieros. Esto se debe comunicar con efectividad a los mercados con el fin de mantener ancladas las expectativas de inflación alrededor de la meta cuantitativa.

Finalmente, debemos recalcar que aun si todo se hace bien, no necesariamente los países permanecen inmunes. Economías emergentes abiertas y pequeñas, por lo general, sufren los impactos de los choques externos de manera pronunciada.

*José Darío Uribe Escobar\**  
*Gerente general*

---

\* La Nota está basada en la transcripción de la presentación en inglés realizada en el panel organizado por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) en el marco de la XIV Reunión Anual de la Asociación Económica de América Latina y el Caribe (Lacea), realizada en Medellín del 11 al 13 de noviembre de 2010. Se agradece al equipo del BIS que organizó el panel y elaboró la transcripción de dicha exposición.