

NOTA EDITORIAL

FLUJOS DE CAPITAL Y POLÍTICA MONETARIA EN ECONOMÍAS EMERGENTES

Durante la última década ha surgido una intensa discusión de política sobre los flujos de capital hacia las economías emergentes. Por una parte, el bajo nivel de ahorro interno típico de los países en desarrollo, limita considerablemente la inversión en capital, con lo que los flujos de financiamiento externo se convierten en un mecanismo útil para aprovechar oportunidades altamente rentables de inversión local, que de otra forma quedarían sin financiar. Por otra parte, la experiencia de la década de los noventa indica que fases de grandes influjos de capitales luego vienen acompañadas necesariamente por paradas súbitas (*sudden stops*) del financiamiento, que provocan grandes ajustes del consumo y la inversión locales, y que pueden ocasionar serios problemas sobre la salud del sistema financiero. La pregunta interesante es, entonces, cuál es el manejo de política apropiado que permite aprovechar las virtudes de los flujos de capital, mitigando, al tiempo, los riesgos inherentes de

desestabilización del aparato productivo ante eventuales paradas súbitas de los flujos externos.

En esta dirección, esta Nota hace una breve descripción de las vulnerabilidades a las que se ven enfrentadas las economías en desarrollo frente a los flujos de capital; luego describe el nuevo marco de política económica que surgió como respuesta a la crisis de la década de los noventa y, enseguida, presenta el comportamiento reciente de la economía colombiana ante los choques en el financiamiento externo. Se concluye argumentando que buena parte de la ausencia de fuertes descalabros en el sistema financiero, así como la rápida recuperación de la economía ante los choques externos más recientes, es consecuencia del nuevo marco de política monetaria y financiera.

I. RIESGOS DE DESESTABILIZACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

La experiencia de las últimas décadas ha enseñado que entradas fuertes y persistentes de capital extranjero pueden conducir a crisis con altos costos económicos y sociales. Este tipo de crisis se desarrollan fundamentalmente mediante dos canales muy relacionados. El primero opera cuando los flujos de capital financian un exceso de apalancamiento de los hogares y las empresas, lo que en últimas resulta en un crecimiento insostenible del gasto y el crédito financiero. La contraparte de estas entradas netas de capital extranjero son los déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que reflejan el exceso de gasto de la economía en relación con su ingreso (o producción). Por tanto, cuando ocurre una parada súbita en la entrada de capitales, la economía debe sufrir un doloroso ajuste del gasto que se traduce en una fuerte contracción de la actividad económica.

El segundo canal actúa cuando el apalancamiento de los hogares y empresas se destina en buena parte a financiar la compra masiva de activos como, por ejemplo, la finca raíz. La alta demanda por la compra de activos genera un alza sostenida en sus precios, lo que, a su vez, genera un efecto riqueza sobre los propietarios de los activos, quienes pueden acceder a mayores niveles de endeudamiento con el sector financiero dado el incremento en el valor de sus colaterales. Una vez se revierten los flujos de capital, los precios de los activos caen de forma abrupta y los colaterales se

desvalorizan. Este hecho, aunado a la reducción en la actividad económica, implica que los deudores se ven en aprietos para renovar o pagar sus créditos, y muchos de ellos deciden entregar sus devaluados colaterales a los prestamistas. Si el sistema financiero no ha cubierto de manera óptima su riesgo crediticio, este estallido en la burbuja de precios, junto con el consecuente deterioro en la cartera, pueden causar una crisis financiera que afecta gravemente el gasto y la producción agregados.

Por supuesto, estos dos canales típicamente operan de forma simultánea: los aumentos pronunciados de los flujos de capital estimulan al tiempo un crecimiento excesivo del gasto corriente y de los precios de los activos. En ambos casos, el apalancamiento de hogares y firmas se dispara y la fragilidad financiera de la economía se acentúa.

La historia de América Latina ofrece claros ejemplos de posibles efectos desestabilizadores de los flujos de capital extranjero. Uno de ellos es la conocida “crisis de la deuda latinoamericana” de la década de los ochenta. A finales de los años setenta y comienzos de los ochenta se produjo una fuerte entrada de capitales hacia las economías de la región, concentrados especialmente en el sector público. Como contrapartida, durante esos años se observó un importante incremento de los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos. Una vez los capitales se revirtieron como consecuencia del fuerte alza en las tasas de interés de los Estados Unidos, buena parte de los gobiernos fueron incapaces de pagar su deuda y las economías soportaron un doloroso ajuste. Los países latinoamericanos, con Colombia como contada excepción, prácticamente no crecieron durante los años ochenta, con lo que ese período se denominó como la “década perdida”.

Otro ejemplo interesante es el de Colombia en la década de los noventa. Durante la primera mitad de ese período el país experimentó fuertes entradas netas de capitales extranjeros, los cuales fomentaron fuertes crecimientos del gasto y del endeudamiento, y contribuyeron a la generación de una burbuja en los precios de los activos, en especial en los de la finca raíz. Con la llegada de las crisis asiática y rusa se presentó una parada súbita en los capitales, lo que generó una fuerte reducción del gasto agregado y la actividad económica. Como resultado, la economía colombiana se contrajo en 1999 después de 68 años consecutivos de crecimiento, la tasa de desempleo se duplicó y el Gobierno tuvo que liquidar o tomar posesión de algunas entidades financieras que no resistieron el embate de la crisis.

II. LECCIONES Y NUEVO MARCO DE POLÍTICA

Si bien el nombre de paradas súbitas sugiere que estos eventos de reversión en los flujos de capital extranjero son totalmente inesperados, la experiencia de las dos crisis descritas apunta a una serie de “síntomas” o elementos en común antes del advenimiento de aquéllas:

- 1) Un crecimiento desbordado del gasto y la absorción locales, usualmente reflejado en desequilibrios grandes y persistentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos;
- 2) Una expansión acelerada del crédito del sistema financiero al sector privado o al público;
- 3) Un aumento vertiginoso en el precio de los activos internos, y
- 4) Sustanciales descalces cambiarios y de plazos en los balances de firmas, bancos y hogares.

En consecuencia, durante la última década en Colombia se adoptó un nuevo marco de política monetaria y financiera tendiente a contrarrestar estos síntomas de vulnerabilidad ante posibles paradas súbitas en los flujos de capital. Este nuevo marco incorpora elementos que contemplan el horizonte de planeación de la política monetaria, la flexibilidad del tipo de cambio, así como otras medidas de regulación bancaria y macroprudencial.

1. Horizonte de la política monetaria. La política monetaria en Colombia busca mantener la estabilidad de los precios y el producto en el largo plazo. Los desequilibrios financieros y macroeconómicos que dan origen a costosas fluctuaciones económicas pueden gestarse durante largos períodos y, al tiempo, ser compatibles con una moderada alza en los precios. Por ejemplo, en economías pequeñas y abiertas un ciclo prolongado de entradas de capital puede estimular el crecimiento excesivo del gasto y el crédito, y simultáneamente mantiene la inflación en niveles bajos mediante una apreciación nominal de la moneda. Por esta razón, la adopción de horizontes de política más largos implica incorporar consideraciones de estabilidad financiera en el manejo de la política monetaria.

2. Flexibilidad del tipo de cambio. El nuevo marco de política monetaria permite un alto grado de flexibilidad en el tipo de cambio. Una flexibilidad

cambiaría limitada induce prociclicidad en la política monetaria y la oferta de crédito ante choques en los flujos de capital o los términos de intercambio. Igualmente, en un régimen de tipo de cambio fijo o semifijo los agentes del sector privado no incorporan totalmente el riesgo cambiario en sus decisiones, lo cual puede estimular la aparición de descalces cambiarios excesivos en sus balances. En la fase de salidas de capital o de menores precios de exportación, dichos descalces acentúan la desaceleración o caída del gasto, comprometen la salud del sistema financiero y, por ende, restringen los instrumentos de respuesta de política y hacen más costoso el ajuste de la economía.

Cabe anotar aquí que cuando el Banco de la República interviene en el mercado cambiario lo hace para reforzar la posición de liquidez internacional del país (i. e., para acumular reservas internacionales) o para moderar una volatilidad excesiva del tipo de cambio. Estas intervenciones de ninguna manera pretenden estabilizar el tipo de cambio alrededor de un nivel específico ni alterar su tendencia.

3. Otras medidas de regulación bancaria y macroprudencial. La estrategia monetaria tiene como instrumento principal la tasa de interés de corto plazo, pero la complementa con herramientas adicionales, entre las cuales se destacan los encajes sobre depósitos locales, la regulación macroprudencial permanente y los controles de capitales. Los encajes se utilizan para moderar un crecimiento excesivo del crédito interno y para reforzar la transmisión de los movimientos de políticas a las tasas de interés de corto plazo. Por su parte, la regulación macroprudencial permanente incluye límites a la exposición al riesgo cambiario y de liquidez en moneda extranjera de los intermediarios financieros, así como cotas a su exposición al riesgo de contraparte en el mercado de derivados de tipo de cambio.

Por último, los controles de capitales consisten en un requisito de depósito en el Banco de la República sobre operaciones de endeudamiento externo de residentes colombianos. Esta exigencia es un instrumento basado en precios que busca afectar el costo marginal del financiamiento en el exterior (en contraste con restricciones o prohibiciones cuantitativas) y se aplica únicamente sobre las entradas de capital por concepto de endeudamiento externo, pero no sobre las salidas. Al tratarse de un requisito de depósito por un período fijo, el control afecta más que proporcionalmente a los préstamos de corto plazo y tiene un impacto más moderado

sobre el costo de las operaciones de mediano y largo plazos. Este control se impone de forma “temporal”, con el fin de complementar movimientos de los encajes cuando se pretende moderar el apalancamiento del sector privado, o para desestimular la entrada excesiva de capitales especulativos de corto plazo.

III. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA ANTE CHOQUES EXTERNOS

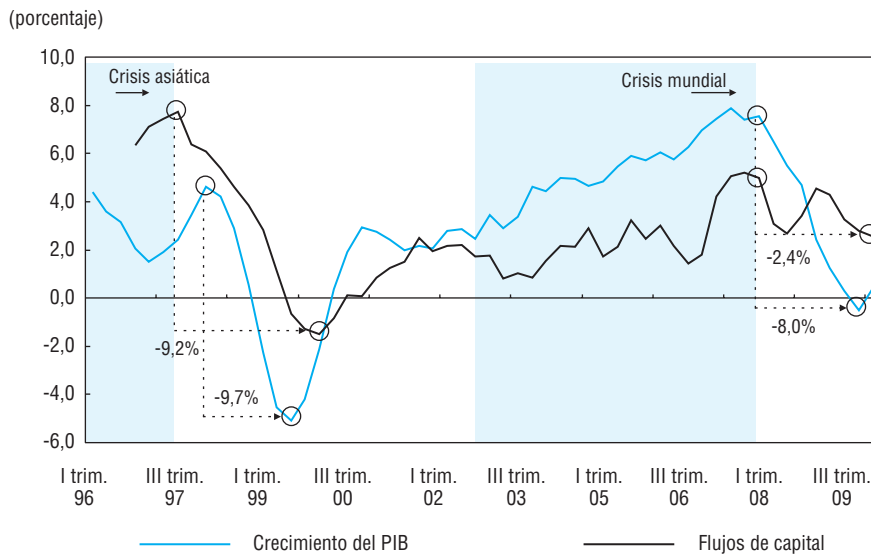
El nuevo marco de política monetaria y financiera en Colombia, que podría clasificarse dentro de lo que hoy se denomina *inflation targeting* +, ha funcionado satisfactoriamente en la última década. Por una parte, en 2009 se alcanzó la meta de inflación de largo plazo (de 2% a 4%), después de un proceso gradual de reducción que se inició a finales de la década pasada. Por otra parte, los grandes cambios en las condiciones externas desde 2008 no se manifestaron en un gran ajuste del financiamiento externo de la economía; esto se debe, en gran medida, a que el nuevo marco de política permitió que las condiciones de vulnerabilidad ante los choques externos fueran menores en la crisis más reciente.

El Gráfico 1 presenta la evolución de los flujos de capital extranjero y el crecimiento de la actividad económica desde mediados de la década pasada. Mientras que en la crisis asiática-rusa la economía experimentó un desplome de los flujos de capital de 9,2% del PIB desde un pico de casi 8% del PIB, en la crisis reciente estos flujos nunca alcanzaron los niveles de los años noventa y se revirtieron en tan sólo 2,4% del PIB. Si bien la actividad económica también sufrió durante la crisis más reciente, buena parte de la caída se explica por el fuerte choque negativo asociado con la contracción de las exportaciones a Venezuela, nuestro segundo socio comercial. En todo caso, Colombia fue una de las contadas economías que evitó una recesión en 2009, al crecer 0,8%. Además, el ritmo de recuperación se está acelerando rápidamente en 2010.

El Gráfico 2 refuerza la idea de la enorme diferencia en la vulnerabilidad de la economía frente a los dos choques (1997/98 frente a 2008), al presentar el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB. Mientras que en 1998 la economía alcanzó un déficit de más de 7% del PIB (que se ajustó totalmente durante la crisis), en 2008 el déficit en cuenta corriente

Gráfico 1

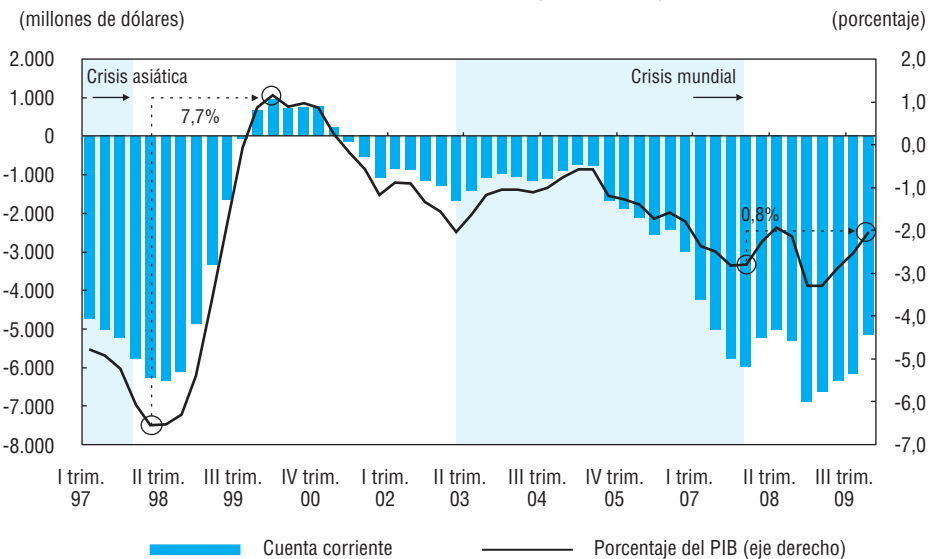
**Flujos de capital y actividad económica
(porcentaje del PIB y tasa de crecimiento anual)**



Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2

**Cuenta corriente
(trimestral, millones de dólares y porcentaje del PIB)**

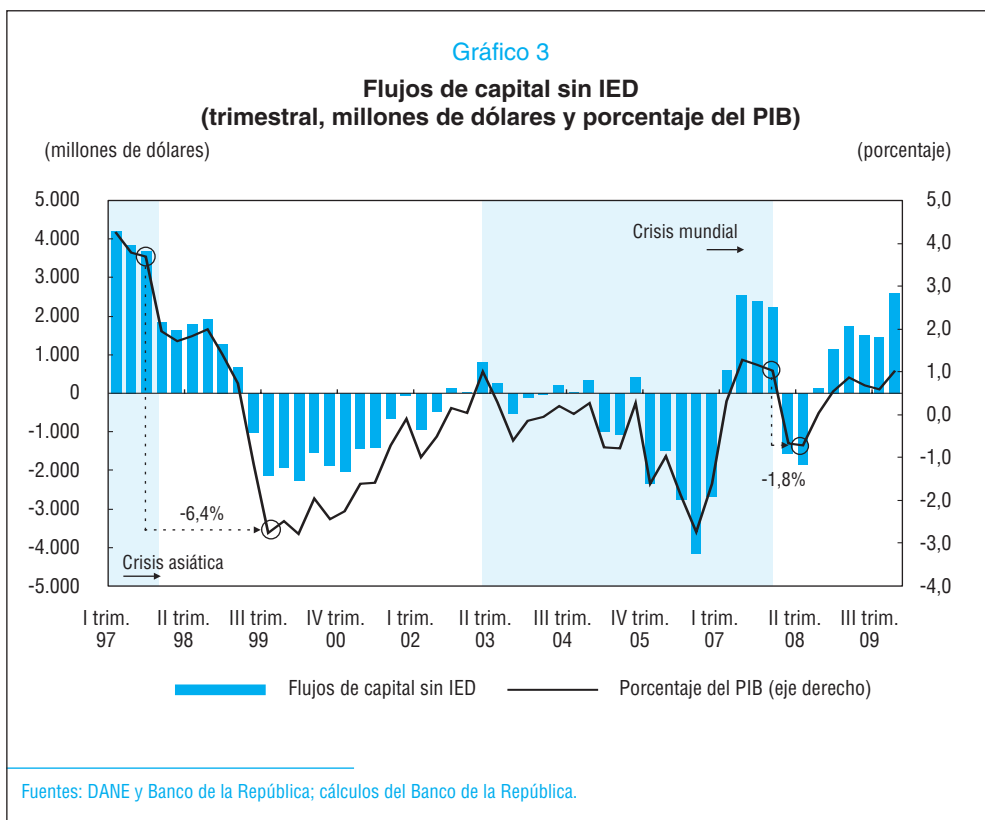


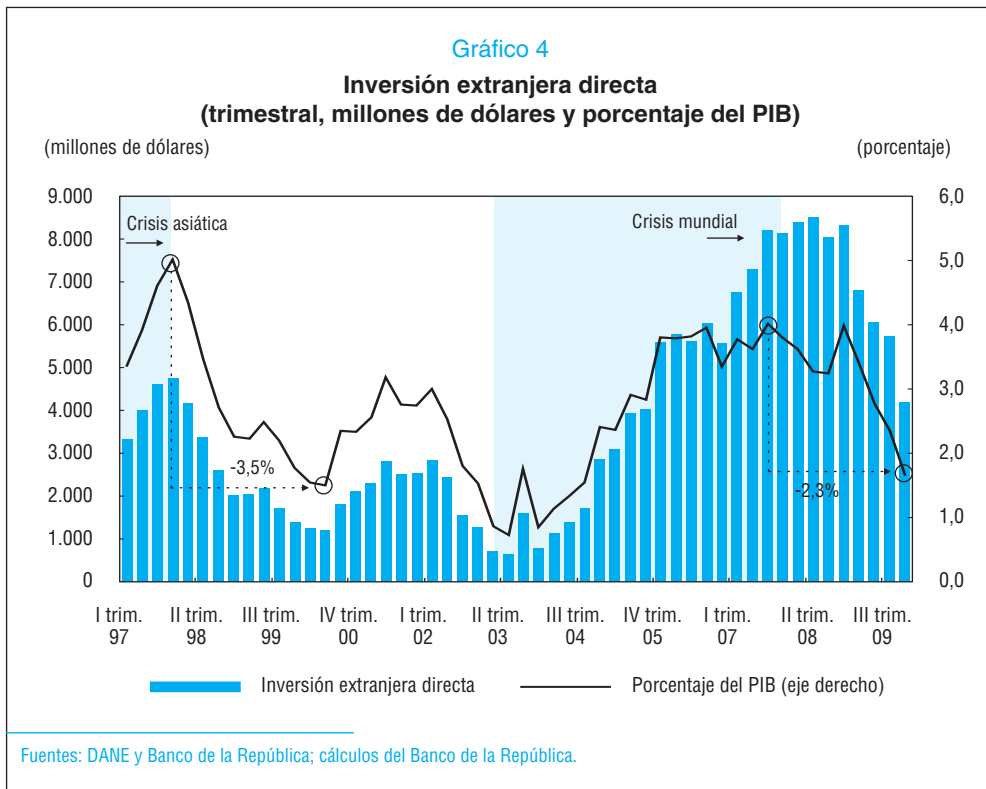
Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

rondaba el 3% del PIB, y sufrió un mínimo ajuste de menos de 1% como proporción del PIB.

Ahora bien, ¿por qué razón durante la crisis más reciente los flujos de capital y, por ende, el déficit en cuenta corriente, no alcanzaron los niveles de mediados de los años noventa y además, tuvieron un ajuste mucho más reducido? La razón, en esencia, se encuentra en el comportamiento de los flujos de capital que excluyen la inversión extranjera directa (IED). Los gráficos 3 y 4 presentan los flujos de capital sin IED, así como la IED, en dólares y como proporción del PIB. Si bien la IED tiene un fuerte componente procíclico y tuvo una importante caída durante las dos crisis, es claro que el componente más volátil de los flujos de capital son los flujos sin IED, que durante la crisis de los años 1997-1998 sufrieron un desplome de 6,4% del PIB. Estos flujos altamente volátiles nunca regresaron a los niveles observados en la pasada década y presentaron un mínimo ajuste, de 1,8%, durante la crisis que se inició en 2008.

Aquí es donde las restricciones de política sobre los flujos de capital pudieron tener un impacto crucial. En particular, varios estudios sobre





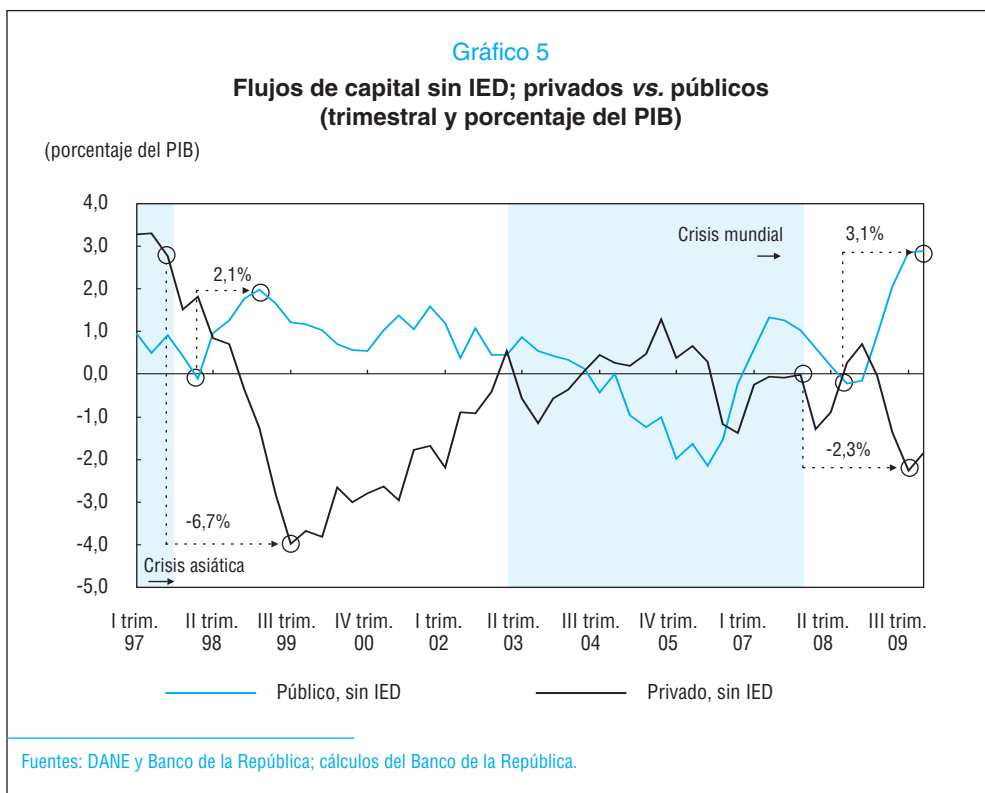
la efectividad del control de capitales, como el utilizado en Colombia, señalan que su impacto sobre el monto de los flujos es ambiguo, pero su incidencia sobre el plazo y la naturaleza de los mismos es clara¹. Esto sugiere que, en efecto, el instrumento (junto con las otras medidas de política) fue útil para desestimular aquellos flujos que pueden comprometer la estabilidad financiera y de pagos externos (v. g., deuda de corto plazo), sin afectar sustancialmente aquellos más estables o con menores riesgos para la balanza de pagos (v. g., IED).

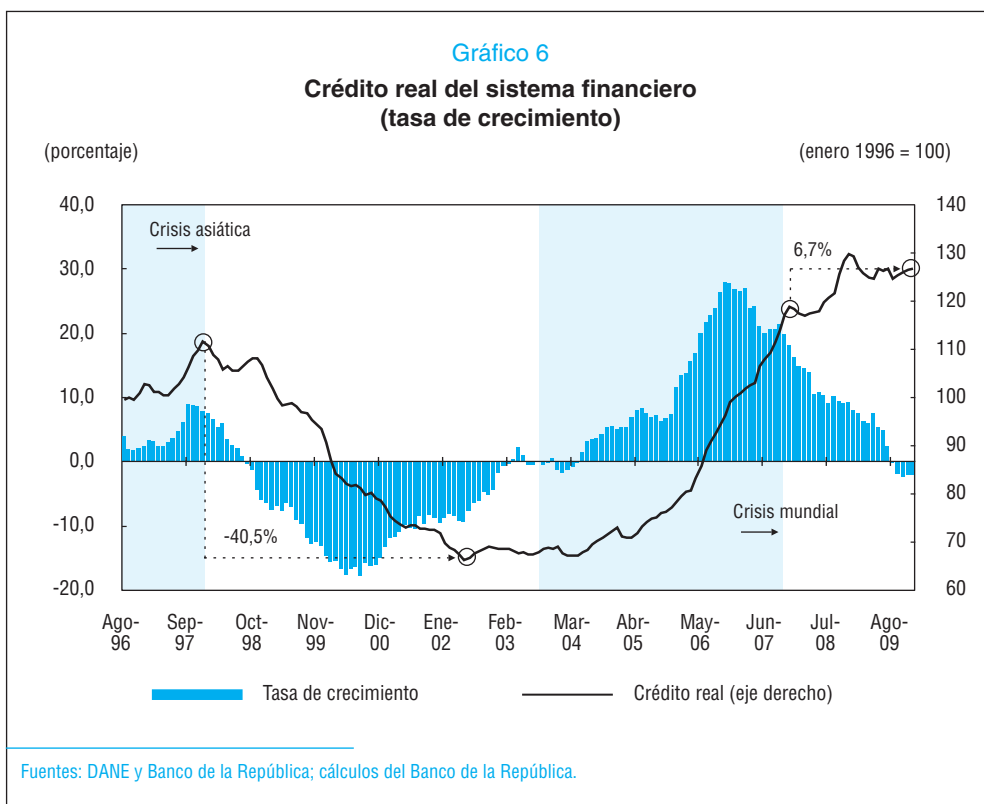
Otro componente importante en la suavización de los efectos de la última crisis radica en el comportamiento de los flujos sin IED por parte del sector público. Como se observa en el Gráfico 5, tal sector implementó una exitosa política de endeudamiento que garantizó el acceso del país al crédito de entidades multilaterales, para contrarrestar en buena medida

¹ Véase, por ejemplo, Clements y Kamil (2009), "Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia", IMF WP/09/30, febrero. Para una revisión del tema en otros países véase Masgud y Reinhart (2007), "Capital Controls: An Evaluation", en S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, Chicago: The University of Chicago Press.

el corte en las entradas de flujos sin IED en el sector privado: los flujos públicos sin IED crecieron en más del 3% del PIB, lo que compensó la caída de 2% del PIB en los flujos privados. Sin lugar a dudas, la estabilidad macroeconómica alcanzada con el nuevo marco de política fue una condición fundamental para que el sector público pudiera mantener e incrementar ese acceso al crédito.

El nuevo contexto de política también rindió sus frutos en cuanto a la estabilidad del sistema financiero. El Gráfico 6 presenta el nivel y la tasa de crecimiento del crédito real del sistema. La crisis asiática-rusa, que generó una destorcida en el precio de los activos y un ajuste importante del gasto corriente, tuvo un impacto muy grande sobre la sostenibilidad del sistema, que se vio obligado a contraer su oferta de crédito en un 40% en un período de cuatro años (1998-2002). En contraste, la política de encaje y la regulación macroprudencial (v. g., encajes procíclicos y restricciones en descalces cambiarios) permitió que el impacto de la crisis más reciente fuera marginal: los bancos colombianos hoy son sólidos y rentables, y la oferta de crédito no ha dejado de crecer en términos reales.

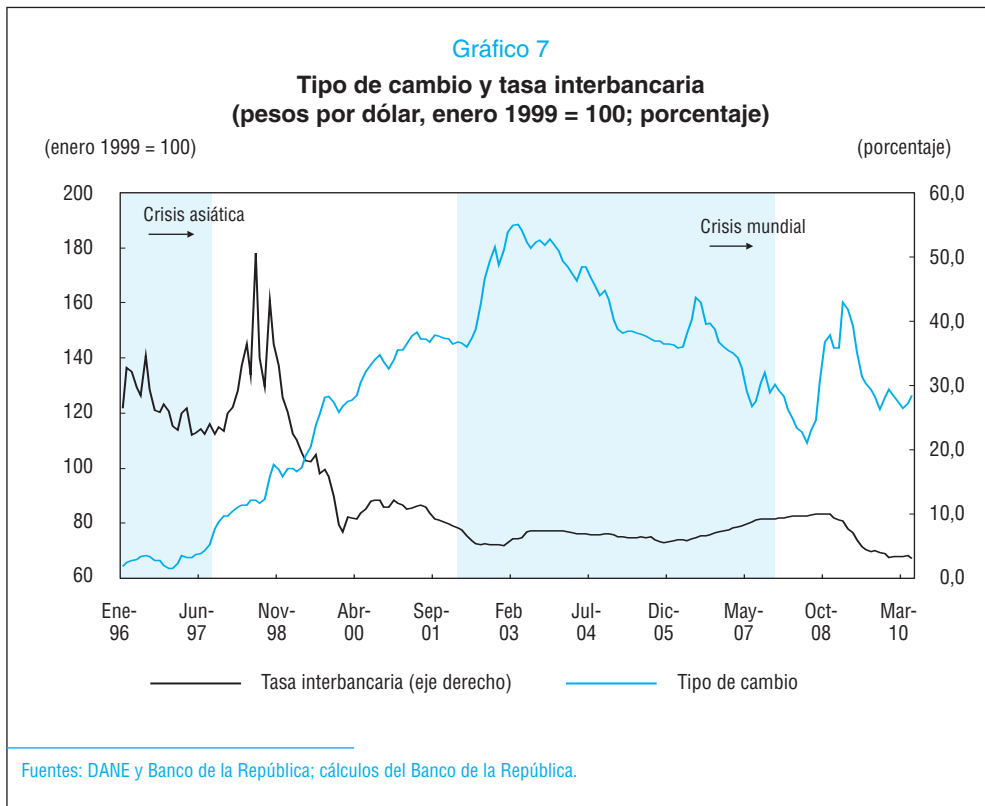




La solidez del sistema también se ve reflejada en una menor volatilidad de la tasa interbancaria, que se encuentra estrechamente relacionada con la tasa de intervención del Banco de la República. Como se observa en el Gráfico 7, mientras que en la crisis de los años 1997-1998 la escasa flexibilidad cambiaria indujo una prociclicidad en la política monetaria, donde la autoridad monetaria se vio obligada a elevar su tasa de intervención para defender la banda cambiaria, durante la crisis reciente el nuevo grado de libertad inducido por el alto nivel de flexibilidad cambiaria permitió que la política monetaria fuese altamente contracíclica. Esto hizo que los bancos no enfrentaran problemas importantes de liquidez, lo que, a su vez, se reflejó en una marcada estabilidad en las tasas del sistema.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

Los flujos de capital extranjero presentan sustanciales retos al manejo de la política monetaria y financiera. El desafío consiste en adecuar un marco



de política que permita aprovechar los grandes beneficios de los flujos de financiamiento externo, minimizando, al tiempo, el grado de vulnerabilidad de la economía ante eventuales paradas súbitas en estos flujos. El nuevo marco de política en Colombia extrajo lecciones de experiencias pasadas y propende por evitar un desbordamiento excesivo en el crecimiento del gasto y del crédito, así como por mantener una estabilidad de los precios y del producto en el largo plazo. Los instrumentos utilizados para este fin incluyen un horizonte largo de planeación de política, un alto grado de flexibilidad en el tipo de cambio, la implementación de controles temporales al ingreso de capital extranjero, así como otros elementos de regulación prudencial.

Una revisión del comportamiento reciente de la economía ante la última crisis sugiere que Colombia mantuvo el acceso a los recursos de financiamiento externo en un momento crítico de la economía mundial. Si bien esto es atribuible, en parte, a que los choques más fuertes no se presentaron en las economías emergentes, otras economías en desarrollo con respuestas de política distintas experimentaron serias dificultades en su

balanza de pagos y grandes caídas del gasto y la producción. Por tanto, la evidencia parece sugerir que la estabilidad macroeconómica y financiera alcanzada con el nuevo marco de política fue una condición fundamental para que el país mantuviera dicho acceso y se lograra suavizar el efecto del último choque sobre la actividad económica y sobre la solidez del sistema financiero.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente general**

* Nota Editorial elaborada con la colaboración de Luis Fernando Mejía A., investigador júnior, de la Unidad de Investigaciones de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.