



REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

POSIBLES IMPLICACIONES DE LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS ESTADOS UNIDOS SOBRE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

La política monetaria expansiva de los Estados Unidos y de otras economías desarrolladas como respuesta a la crisis financiera internacional de 2008-2009 no solo contribuyó a restablecer el funcionamiento de los mercados financieros y a reducir los costos de financiamiento de largo plazo en esos países, sino que también tuvo efectos importantes en las economías emergentes (EE) mediante diferentes mecanismos. La amplia liquidez internacional y las tasas de interés en niveles históricamente bajos estimularon los flujos de capital hacia las EE, redujeron la percepción de riesgo, acentuaron la dinámica del crédito, presionaron al alza los precios de los activos reales y financieros y agudizaron la apreciación de las monedas de estas economías.

Las distintas rondas de relajamiento cuantitativo de la política monetaria en los Estados Unidos aumentaron

los flujos de portafolio hacia las EE, como respuesta a las bajas primas de riesgo y a los crecientes diferenciales de tasas de interés. En el caso colombiano, dichos flujos pasaron de ser insignificantes o negativos antes de 2010, a magnitudes trimestrales que superaron, en algunas ocasiones, el 1,5% del PIB (Gráfico 1).

Las mayores entradas de capital de portafolio hacia Colombia y otros países de América Latina aumentaron la demanda de bonos y acciones, lo cual presionó al alza los precios de estos instrumentos financieros. Un ejemplo de este fenómeno fue la significativa valorización de las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública que se produjo en estos países entre el 13 de septiembre de 2012 y el 30 de abril de 2013, luego del anuncio por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) de la tercera ronda de relajamiento cuantitativo (QE3)¹. La única excepción a este comportamiento fue Perú, donde la

1 En septiembre de 2012 la Fed comunicó que la tasa de interés de referencia se mantendría en niveles excepcionalmente bajos hasta mediados de 2015, y que compraría activos hipotecarios por US\$40 billones (b) mensuales, además de continuar con la operación *twist* al menos hasta diciembre de 2012, con lo cual compraría títulos por un total US\$85 b mensuales.



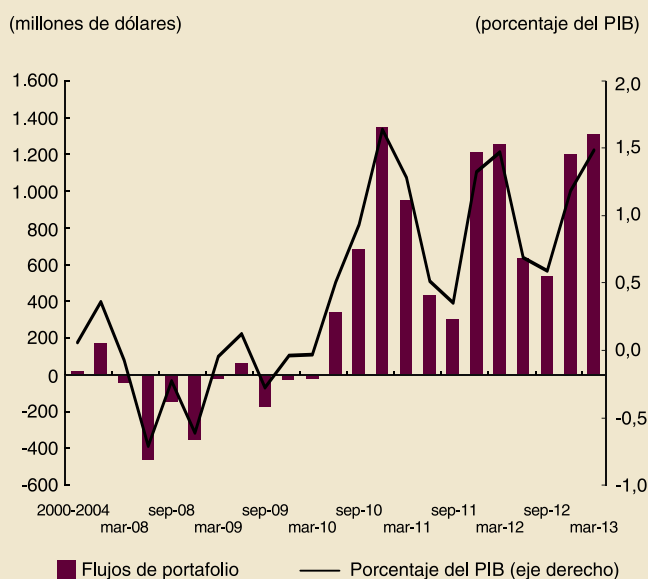
Bogotá, D. C.,
octubre de 2013 - núm. 173
Editora:
Gloria Alonso Másmela
ISSN: 01240625

Reportes del Emisor es una publicación del Departamento de Comunicación y Educación Económica y Financiera del Banco de la República. Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

Reportes del Emisor puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República.
<http://www.banrep.gov.co/publicaciones-buscador/2457>

Diseño y diagramación:
Banco de la República.

Gráfico 1
Inversión extranjera de portafolio en Colombia



Fuentes: DANE y Banco de la República.

curva se empinó² por factores internos³ (Cuadro 1). En el caso colombiano la curva de deuda pública en moneda local se aplanó 41 puntos básicos (pb) no solo por el efecto del anuncio de la política monetaria en los Estados Unidos, sino por la aprobación de la reforma tributaria que introdujo una reducción en el impuesto a la inversión extranjera de portafolio⁴, junto con una importante caída de la inflación observada (que llegó a ubicarse por debajo del rango meta) y de sus expectativas.

Por otra parte, en un ambiente de abundante liquidez internacional y de mejores perspectivas de crecimiento de las EE frente a las economías desarrolladas, los flujos de inversión directa hacia las primeras también se vieron impulsados. Para los países

exportadores de bienes básicos los altos niveles en los términos de intercambio explican, igualmente, el buen comportamiento de este tipo de inversión.

El incremento de los flujos de capital y las bajas tasas de interés permitieron una rápida expansión del crédito en muchas EE. Incluso, los déficits en cuenta corriente se ampliaron, lo que evidencia el importante aumento del gasto interno en estas economías. De este modo, el nivel de endeudamiento creció de manera importante en algunos países, lo que llevó a que algunas autoridades tomaran medidas macroprudenciales. Por último, el fuerte flujo de capitales hacia las EE tuvo como consecuencia la apreciación del tipo de cambio de estas economías.

Así como las EE fueron altamente impactadas por la política monetaria expansionista de las economías desarrolladas, sus efectos en los Estados Unidos y en otras economías desarrolladas también fueron significativos. Estudiar estas implicaciones es importante para los responsables de política de las EE en la coyuntura actual, puesto que la Fed ha anunciado la posibilidad de empezar a retirar gradualmente los estímulos monetarios ante las mejores perspectivas del crecimiento económico y del mercado laboral en ese país.

El inicio del retiro del estímulo monetario estadounidense podría producir un proceso de normalización de las condiciones financieras internacionales. En este sentido, ante menores perspectivas de liquidez internacional los inversionistas extranjeros pueden empezar a rebalancear sus portafolios. Los efectos para las EE redundarían en una salida de capitales, que podría llevar a un aumento en los costos de financiamiento externo, a una corrección en los precios de algunos activos y a una depreciación del tipo de cambio.

Esto es lo que comenzó a observarse en la última semana de mayo y durante junio en buena parte de las EE. Luego de la reunión de la Fed, entre el 30 de abril y el 1 de mayo los agentes del mercado empezaron a descontar una posible terminación gradual del QE antes de lo esperado⁵. Estas expectativas se incrementaron luego de que el 22 de mayo se publicaran las

2 Un empinamiento de la curva ocurre cuando las tasas de interés de los activos de corto plazo caen, mientras que las de largo plazo aumentan. Al movimiento contrario se le conoce como aplanamiento.

3 Se refieren a la fuerte entrada de extranjeros al mercado de bonos frente a la poca volatilidad en el mercado cambiario y un arbitraje en el mercado de *forwards* y *cross currency swaps*.

4 El porcentaje de participación de extranjeros en el valor total de deuda pública en Colombia pasó de 3,6% en enero a 4,6% a mediados de junio de 2013. Esto equivale a un incremento de \$2 b. Cabe resaltar que la mayor participación de extranjeros se ha registrado en el tramo largo de la curva de rendimientos.

5 Debido a que durante la reunión se afirmó que la institución estaba preparada para aumentar o disminuir el ritmo de sus compras en función de los cambios en las perspectivas del mercado laboral y de la inflación.

Cuadro 1
Evolución de la curva cero cupón y cambios observados
(13 de septiembre de 2012 a 30 de abril de 2013)

Evolución de la curva cero cupón por tramos				Cambios en TPM (pb)
	Tramo corto (0 a 2 años)	Tramo medio (2 a 5 años)	Tramo largo (5 a 15 años)	
México	(82,2)	(84,1)	(126,8)	(50)
Perú	(67,6)	(85,9)	(60,8)	0
Brasil ^{a/}	40,2	(13,2)	(34,3)	0
Chile ^{a/}	(15,4)	(12,1)	(15,2)	0
Estados Unidos	(3,7)	(2,0)	(3,9)	0
Colombia	(110,7)	(120,9)	(151,3)	(150)

Cambios observados			
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	(128,12)	(108,08)	83,38
Perú	(59,03)	24,19	(45,01)
Brasil ^{a/}	(6,36)	(78,49)	(63,44)
Chile ^{a/}	(12,64)	(4,73)	(0,54)
Estados Unidos	(3,43)	0,14	5,30
Colombia	(134,85)	(40,59)	20,17

Nota: las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.

a/ Para Chile y Brasil el *spread* es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

minutas de la reunión y de que el Director de la Fed, Ben Bernanke, presentara su discurso ante el Congreso⁶. La mayoría de economías emergentes registraron depreciaciones de sus monedas, sus índices accionarios retrocedieron y los bonos de deuda pública interna presentaron fuertes desvalorizaciones. Las primas de riesgo también tuvieron incrementos importantes. Específicamente, los bonos de todos los plazos de los países de la región y de los Estados Unidos, con excepción de los tramos corto y medio de Chile⁷, y el corto de Perú, registraron importantes desvalorizaciones.

Adicionalmente, las curvas de rendimiento de todos los países se empinaron. Brasil presentó la mayor desvalorización en la curva de referencia, al tiempo que registró un aumento de 50 pb en su tasa de política monetaria (Cuadro 2). Colombia presentó la segunda mayor desvalorización de la curva, comportamiento que pudo estar afectado por el contexto local, debido al proyecto de decreto presentado a finales de abril para modificar el cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, que incentivaría la recomposición de su portafolio hacia activos externos. Desde el 2 de mayo al 12 de junio la curva se empinó 135,2 pb.

La magnitud de los ajustes que sobrevengan más adelante dependerá de varios factores. Si el ajuste de la política monetaria en las economías desarrolladas se da de manera gradual, tal como lo ha dejado entrever la Fed, en un contexto de recuperación de su demanda agregada y de su mercado laboral, para algunas EE los efectos de la menor holgura financiera internacional podrían ser de alguna manera com-

6 En primer lugar, en las minutas se afirmó que varios miembros del comité expresaron la disposición para ajustar el flujo de compras en la reunión de junio, si la información económica recibida en esa fecha llegase a mostrar evidencia suficiente de un crecimiento sostenido. Posteriormente, Bernanke afirmó que retirar el estímulo monetario prematuramente podría desacelerar o frenar la recuperación económica estadounidense, pero que si se llegase a observar una mejora económica continua y sostenible, en las próximas reuniones se podría reducir el ritmo de compra de activos.

7 Se esperaba que el Banco Central de Chile redujera su tasa de política en 25 pb en julio de 2013.

Cuadro 2
Evolución de la curva cero cupón y cambios observados
(2 de mayo a 12 de junio de 2013)

Evolución de la curva cero cupón por tramos				Cambios en TPM (pb)
	Tramo corto (0 a 2 años)	Tramo medio (2 a 5 años)	Tramo largo (5 a 15 años)	
México	36,0	59,3	116,8	0
Perú	(37,3)	55,1	137,3	0
Brasil ^{a/}	135,3	208,7	191,8	50
Chile ^{a/}	(44,4)	(10,4)	7,7	0
Estados Unidos	3,2	36,0	62,3	0
Colombia	44,1	138,6	179,3	0

Cambios observados			
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	112,81	149,14	(59,70)
Perú	119,66	187,81	86,64
Brasil ^{a/}	192,39	46,01	103,61
Chile ^{a/}	5,34	37,02	15,79
Estados Unidos	51,28	63,16	(30,25)
Colombia	120,69	135,18	60,48

Nota: las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.

a/ Para Chile y Brasil el *spread* es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

pensados por una demanda global más fuerte, que impulsaría el sector exportador. En las EE donde el ingreso por exportaciones es importante, la recuperación del crecimiento en los Estados Unidos tendría efectos sobre la demanda agregada, vía el impulso que generaría la demanda estadounidense. Así, el impacto del alza de las tasas de interés de corto y largo plazos en los Estados Unidos, junto con la posible corrección en las primas de riesgo, podría compensarse en alguna medida gracias a un mayor volumen de exportaciones.

El período de holgura monetaria mundial se dio acompañado de un aumento importante en los precios de los bienes básicos. El incremento de estas cotizaciones se puede explicar, entre otros factores, por una mayor demanda mundial por este tipo de bienes, aunque las condiciones de amplia liquidez internacional pudieron haber influenciado igualmente los mercados de materias primas, afectando los precios. De esta manera, una postura monetaria menos expansiva

podría reducir los términos de intercambio de las economías que exportan bienes básicos, si no hay una mayor demanda que compense el efecto monetario.

Por otra parte, la gradualidad del ajuste no provocaría una volatilidad en los mercados financieros tal que pudiera exacerbar los efectos reales. Las mejores perspectivas de la economía global, asociadas con mayores tasas de interés de largo plazo, podrían incluso en el mediano plazo incentivar de nuevo los flujos de capitales hacia las EE.

Un segundo factor que determinaría la magnitud en las EE del efecto del ajuste monetario son las medidas de política económica que se tomaron durante el período de alta liquidez para evitar la formación de vulnerabilidades macroeconómicas. En aquellas EE donde el rápido crecimiento del crédito y del gasto agregado fue apalancado en buena parte con capitales extranjeros, la disminución de estos recursos y el aumento de los *spreads* como resultado de la menor holgura financiera internacional pueden provocar un

ajuste real bastante brusco, sin que las autoridades económicas tengan mucho margen de maniobra para suavizarlo. Por el contrario, donde se tomaron medidas macroprudenciales para controlar la rápida expansión del crédito y del precio de los activos financieros, los responsables de política pueden relajar algunas de estas medidas, actuando de forma contracíclica, para con ello atenuar el efecto del choque externo.

Aquel impacto podría empeorar si la política monetaria no tiene mucho espacio para actuar de manera contracíclica. Esto se presenta cuando una alta inflación, o desbalances cambiarios que fueron acumulados durante el período previo de auge, condicionan el relajamiento de la política monetaria, pues se compromete la estabilidad financiera y de precios.

Por último, también la política fiscal puede contribuir a suavizar el choque, siempre y cuando las cuentas fiscales lo permitan, sin comprometer la sostenibilidad fiscal de mediano plazo.

De acuerdo con lo expuesto, en un escenario donde el ajuste de la política monetaria de los países desarrollados sea gradual, la vulnerabilidad de la economía colombiana sería relativamente baja. Por una parte, la flexibilidad del tipo de cambio, junto con una estricta regulación de la exposición cambiaria de los intermediarios financieros, ha mantenido controlados los descalces cambiarios y de plazos. Igualmente, las expectativas de inflación locales han permanecido alrededor de la meta de largo plazo: 3%. Esto permitiría que la política monetaria actúe de manera contracíclica, si fuera necesario.

La política de acumulación de reservas internacionales ha permitido tener indicadores de liquidez externa adecuados, que han sido reforzados por la renovación de la línea de crédito flexible con el FMI. Igualmente, la posición fiscal del Gobierno es robusta, con un superávit fiscal consolidado del 0,45% del PIB en 2012 y con una deuda pública no financiera de 25% del PIB.

Por otra parte, las autoridades económicas colombianas ejecutaron algunas medidas macroprudenciales en el período de auge, las cuales limitaron el incremento de las vulnerabilidades macroeconómicas. Por un lado, el Banco de la República, con una postura monetaria menos expansiva durante 2012, logró las

condiciones necesarias para que el crédito se equilibrara, mientras que la Superintendencia Financiera dispuso provisiones temporales para aquellas entidades que mantuvieran cambios positivos en la tasa de crecimiento de su cartera vencida de consumo. Así, las acumulaciones de desequilibrios financieros y en el gasto se han contenido, por lo que la mayoría de los agentes de la economía están en una buena posición para resistir condiciones externas menos favorables.

Vale la pena resaltar un riesgo importante que podría tener la economía colombiana. Buena parte de las entradas de capital extranjero en Colombia son por inversión extranjera directa (IED), la mayoría destinada a los sectores de minería y petróleo. En estas circunstancias, una política monetaria global menos expansiva podría afectar a la economía, principalmente mediante sus efectos en el sector de la energía. Como se mencionó, en el escenario de una menor liquidez internacional y con una débil demanda global por este tipo de bienes, los precios podrían disminuir, lo que puede hacer que varios proyectos de inversión mineros dejen de ser rentables. Esto reduciría la IED y la inversión física, con efectos negativos sobre la demanda y la producción agregada. Al mismo tiempo, el crecimiento del ingreso nacional podría disminuir, lo que debilitaría la demanda interna.

Por último, otro efecto importante que tendría este escenario se daría sobre la situación fiscal del país, pues podrían caer fuertemente los ingresos originados en las actividades de petróleo y minería. El nuevo régimen de regalías y la regla fiscal que entrará en vigencia en 2014 es un componente importante de la respuesta institucional para aumentar el esfuerzo de ahorro de los ingresos fiscales relacionados con los provenientes de las materias primas, reduciendo la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante este tipo de choques. **RE**



FLUJOS DE CAPITALS, CHOQUES EXTERNOS Y RESPUESTAS DE POLÍTICA EN PAÍSES EMERGENTES, NUEVO LIBRO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA



El Banco de la República presenta el cuarto libro de agendas de investigación, que estudia y cuantifica el comportamiento reciente de los flujos de capitales en las economías avanzadas y entre éstas y las emergentes, recapitula sobre las consecuencias de la crisis financiera internacional de 2007-2009 y reflexiona sobre los desbalances globales que persisten hasta la actualidad.



Descarga gratuita en www.banrep.gov.co/libro-flujos-capitales