

## NOTAS AL MERCADO DE CAPITALES

Mayo de 2014

### CHOQUES EXTERNOS Y POLÍTICA ECONÓMICA INTERNA: ¿DAVID CONTRA GOLIAT?

#### INTRODUCCIÓN

En la historia, así como seguramente seguirá sucediendo en episodios futuros, diferentes tipos de choques externos han tenido fuertes implicaciones en las economías de América Latina. En particular, en lo corrido del último año, las señales y el posterior retiro de los estímulos no convencionales por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos ha reafirmado el potencial que tienen los cambios de política económica internacional para generar volatilidad, principalmente en los mercados de valores y divisas de las economías emergentes.

No obstante, la vulnerabilidad de América Latina no se circunscribe únicamente a los efectos de la dinámica económica y de las decisiones de los bancos centrales y gobiernos de los grandes países desarrollados, es decir, a la evolución del mercado y a las decisiones de entes públicos internacionales; por el contrario, con la conformación de agentes globales de gran tamaño en los mercados financieros y las facilidades a la movilidad internacional de capitales, el origen de los choques externos puede entrar también en el campo de las decisiones de jugadores privados sistemáticamente importantes en el mundo, como los inversionistas institucionales y los banqueros de inversión.

En este orden de ideas cabe cuestionarse si la política económica interna en los países de América Latina es efectiva para mitigar los choques externos o si, en contraste, en algunos casos podría recrear otro episodio de la épica pelea de David contra Goliat.

#### POLÍTICA ECONÓMICA CONTRACÍCLICA EN AMÉRICA LATINA

La vinculación de los países de América Latina a la economía mundial se hizo mediante la provisión de materias primas y después de varias décadas, a partir de los avances en términos de confianza inversionista, la región empezó a cobrar importancia como destino de inversión directa y de portafolio, sobretodo, después de la crisis de 2008, cuando predominaron altos niveles de liquidez derivados de la implementación de una política monetaria no convencional en Estados Unidos y la percepción relativa de riesgo de Latinoamérica bajó de cara al bajo dinamismo de las economías desarrolladas.

Entre las características principales de las economías más importantes de Latinoamérica están que en el plano mundial son pequeñas y abiertas, por lo que los choques externos tienen mecanismos de transmisión directos (precios de los *commodities* y cuenta de capitales) y sus impactos sobre las principales variables macroeconómicas y financieras son significativos e inmediatos. Por tal razón, el comportamiento de la balanza de pagos se ha convertido en un determinante de los ciclos económicos y, por ende, en centro de atención de políticas contracíclicas<sup>1</sup>.

Desde 1970 la política económica de los países más grandes de la región latinoamericana ha estado enfocada en racionalizar los instrumentos de intervención en las variables externas, particularmente los relacionados con: 1) las limitaciones, a veces excesivas, al comercio internacional (aranceles, cuotas, impuestos a la exportación de bienes tradicionales, entre otros); 2) la existencia de regímenes de tipo de cambio múltiples, que aún sobreviven en países como Argentina y Venezuela, y 3) los obstáculos a la movilidad de capitales, sobre todo en las últimas dos décadas.

<sup>1</sup> Ocampo, José Antonio. Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. Revista Cepal No. 104. Agosto de 2011.

No obstante, con la apertura comercial, la adopción de regímenes cambiarios flexibles y la liberalización de la cuenta de capitales, el manejo de la balanza de pagos ha venido recayendo en mayor medida sobre la tasa de cambio, una variable que funciona como mecanismo de ajuste automático ante la abundancia o escases de divisas y, por esto mismo, es altamente sensible a los movimientos en los flujos de capitales o a los ciclos internacionales.

En consecuencia, aunque una tasa de cambio flexible en economías emergentes permite limitar el uso de otros instrumentos de intervención ante choques externos que afecten la balanza de pagos, su volatilidad puede tener efectos negativos en términos de aumentar el riesgo cambiario asumido por agentes públicos y privados, generar descalces en moneda en los balances de la compañías, afectar el desarrollo productivo-exportador y producir incertidumbre en los mercados financieros, lo que se traduce en cambios significativos en los precios de activos.

Los países de la Alianza Pacífico han buscado emplear, bajo condiciones en las que es posible hacerlo, políticas monetarias, fiscales y financieras contracíclicas, para lo cual ha sido favorable el establecimiento de: 1) el esquema de inflación objetivo (objetivo puntual de 3% en Chile, Colombia y México, y de 2% en Perú); 2) reglas fiscales estructurales (año de inicio: Chile en 2001, Colombia en 2011, Perú en 2015 y México en 2017); 3) fondos de estabilización (Perú en 1999, México en 2000, Chile en 2007 y Colombia en 2012); y 4) una regulación macro y micro prudencial. Sin embargo, aún en conjunto, dichos elementos que son efectivos en el alcance de otros objetivos, son insuficientes para mitigar los efectos desestabilizadores de la volatilidad de la tasa de cambio.

De esta manera, los bancos centrales de muchos países de América Latina y del mundo emergente han reconocido la necesidad de migrar de un régimen de tasa de cambio totalmente flexible o fijo a uno intermedio, que ha sido denominado de “flexibilización administrada”. En este último, a través del manejo activo de las reservas internacionales, la autoridad monetaria realiza intervenciones bajo ciertas reglas claramente definidas<sup>2</sup>, con el fin de suavizar fluctuaciones

<sup>2</sup> En Colombia, el Banco de la República puede intervenir en el mercado cambiario mediante los siguientes instrumentos: 1) la subasta automática de opciones de compra o venta de divisas al Banco, cada vez que la tasa de cambio se desvíe en más de 4% del promedio móvil de los últimos 20 días hábiles; 2) subastas discrecionales de opciones de venta de

excesivas y limitar la volatilidad de corto plazo en el tipo de cambio<sup>3</sup>, sin perder de vista que su objetivo central es el control de la inflación.

Así, en periodos de abundancia de flujos de capital internacional, sobretodo de tipo especulativo, la acumulación de reservas permite reducir la volatilidad de la tasa de cambio y contar con un margen de maniobra adecuado para reducir la vulnerabilidad futura ante los choques externos, lo cual favorece el uso de regímenes cambiarios intermedios<sup>4</sup>. Sin duda, lo anterior sumado a la aplicación de una política monetaria, fiscal y financiera con un enfoque contracíclico fue crucial para que América Latina enfrentara las crisis financiera internacional de 2008. No obstante, la acumulación de reservas internacionales tiene un alto precio, pues el costo de los mecanismos de esterilización de las intervenciones cambiarias suele ser más alto que el rendimiento de las reservas.

### FLEXIBILIZACIÓN ADMINISTRADA Y TAPERING

Las fuerzas contractivas entraron con intensidad a las economías desarrolladas desde la crisis financiera de 2008, con lo que en casos como el de Estados Unidos el margen de maniobra de la política económica recayó sobre la utilización de políticas no convencionales por parte de la Reserva Federal (FED). A partir de ello, el mundo se vio inundado de dólares, sobre todo después de la implementación de la tercera ronda de flexibilización cuantitativa (QE3) en 2012, y, en contrapartida, las tasas de cambio de las economías emergentes mostraron una importante revaluación y alta sensibilidad ante las posteriores anuncios de la FED (Gráfico 1).

Al mismo tiempo, los *commodities* gozaban de altos precios, lo cual favoreció los términos de intercambio de los países productores y exportadores. Esto, sumado a la revaluación del tipo de cambio y al bajo dinamismo de la demanda externa, empezó a afectar la competitividad de las industrias locales y sectores de medio y alto valor agregado. La respuesta de los bancos centrales de los países en los que dicho problema se hizo más evidente

divisas al Banco, para acumulación de reservas internacionales; 3) subastas discrecionales de opciones de compra de divisas al Banco para desacumulación de reservas internacionales; 4) compras o ventas discrecionales directas de divisas del Banco en el mercado cambiario; y 5) realización de subastas competitivas de compra de dólares en el mercado cambiario.

<sup>3</sup> Esto no implica revertir tendencias.

<sup>4</sup> Ocampo, José Antonio. Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. Revista Cepal No. 104. Agosto de 2011.

fue, por supuesto, la compra de divisas; en lo cual se destacaron dentro de la región latinoamericana: Brasil y Perú, y Colombia en una medida mucho menor<sup>5</sup>.

Como lo muestra el Gráfico 1, es evidente que el tipo de cambio de Perú ha mostrado variaciones menores que las del resto de países seleccionados de América Latina, pero con excepción de este caso, no parece haber una diferencia significativa en términos de volatilidad entre aquellos países que han intervenido en mayor medida en el mercado cambiario (Brasil y Colombia) y aquellos que no lo han hecho significativamente (Chile y México). De hecho, se observan bastantes similitudes respecto a la respuesta frente a choques externos, como el anuncio del retiro del QE3 (*tapering*), que fue bastante efectivo para revertir la tendencia decreciente que venía mostrando la tasa de cambio y ampliar la volatilidad en todos los países seleccionados.

Según Koepke (2014)<sup>6</sup>, existe evidencia robusta de que los cambios en las expectativas de mercado respecto a la política monetaria de Estados Unidos son un determinante relevante de los flujos de portafolio a las economías emergentes, especialmente de aquellos dirigidos al mercado de deuda. Así mismo, parece haber una base empírica que fundamenta la idea de que, en el período posterior a la crisis financiera de 2008, el efecto negativo de la expectativa de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos en los flujos de portafolio al mercado de bonos es mayor al efecto positivo que tiene una expectativa de flexibilización. Esto quiere decir que por las respuestas asimétricas del mercado, el efecto acumulado a través del tiempo de la política de la FED en los flujos de portafolio hacia las economías emergentes tiene una probabilidad más alta de ser negativo. Dichas observaciones son de la mayor pertinencia de cara a la identificación de los factores de riesgo de mayor alcance que se pueden materializar en cortos horizontes de tiempo.

**En consecuencia, los anuncios respecto al cambio de política monetaria en Estados Unidos y su efecto en las expectativas de los agentes del mercado financiero internacional, tienen una capacidad para generar cambios de tendencia y movimientos amplios en la tasa de cambio en**

<sup>5</sup> Entre 2010 y 2013, las intervenciones del Banco de la República de Colombia en el mercado cambiario variaron entre US\$3.060 millones y US\$6.769 millones.

<sup>6</sup> Koepke, Robin. Working Paper. FED Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets. Institute of International Finance. Mayo 2014.

cortos horizontes temporales en países emergentes; de hecho, los mercados parecen ser más sensibles a los anuncios de cambio que a las propias modificaciones.

Asimismo, el efecto estabilizador de las intervenciones en el mercado cambiario parece ser inferior al efecto desestabilizador de las señales de cambio en la política monetaria de Estados Unidos, con lo cual muchos de los bancos centrales de América Latina sí parecen interpretar el papel de un David con una cauchera y piedras en mano para combatir al Goliat personificado por lo choques externos provenientes de las decisiones monetarias en la economía americana.

Sin embargo, como se mencionó al principio del documento, Goliat no solamente está representado por tendencias del mercado internacional o decisiones de política monetaria de Estados Unidos, sino que también puede originarse a partir de las decisiones de agentes privados que, por su papel y tamaño, influyen significativamente en los movimientos de las inversiones hacia los países emergentes. El caso de Colombia es el ejemplo más reciente e ilustrativo de esto, puesto que evidencia las consecuencias en la tasa de cambio del anuncio de JP Morgan de incrementar entre el 30 de mayo y septiembre de 2014 la participación de los bonos de deuda pública colombiana en sus índices de deuda global<sup>7</sup> (Gráfico 1), decisión que guardó relación con los cambios impositivos contenidos en la reforma tributaria de 2012 (Ley 1607 de 2012)<sup>8</sup>.

La tendencia de devaluación de la tasa de cambio de Colombia observada desde 2013, relacionada principalmente con la contracción de los niveles de liquidez por parte de la FED, llegó a su fin en marzo de 2014 con el anuncio de JP Morgan de aumentar la ponderación de los títulos de deuda colombiana en sus índices de deuda global, lo cual conlleva un incremento en la inversión extranjera de portafolio (que efectivamente registró un nivel máximo en marzo de 2014) y, por ende, mayor ingreso de divisas al país. Con esto, la tasa de cambio

<sup>7</sup> En GBI-EM Global Diversified pasó de 3,2% a 8%, en GBI-EM Global de 1,81% a 5,6% y en GBI-EM Global Diversified 15% IG de 3,07% a 8,26%.

<sup>8</sup> Dos aspectos particularmente: 1) reducción de la retención en la fuente de 33% a 14% para las inversiones extranjeras de portafolio, y 2), a través del Decreto 2218 de 2013, simplificación en el cálculo de la retención y cambios en el pago de la misma, pues antes debía realizarse mensualmente y ahora será cuando los inversionistas reciban ingresos de recursos (pago de cupones o venta del título).

promedio mensual mostró una apreciación pronunciada de 5% entre febrero y abril de 2014, se alejó del comportamiento observado en los países de la región (ritmos de apreciación mucho más moderados) y seguiría justándose a la baja, aunque en menor medida, al menos hasta septiembre de 2014, cuando retornaría la tendencia devaluacionista.

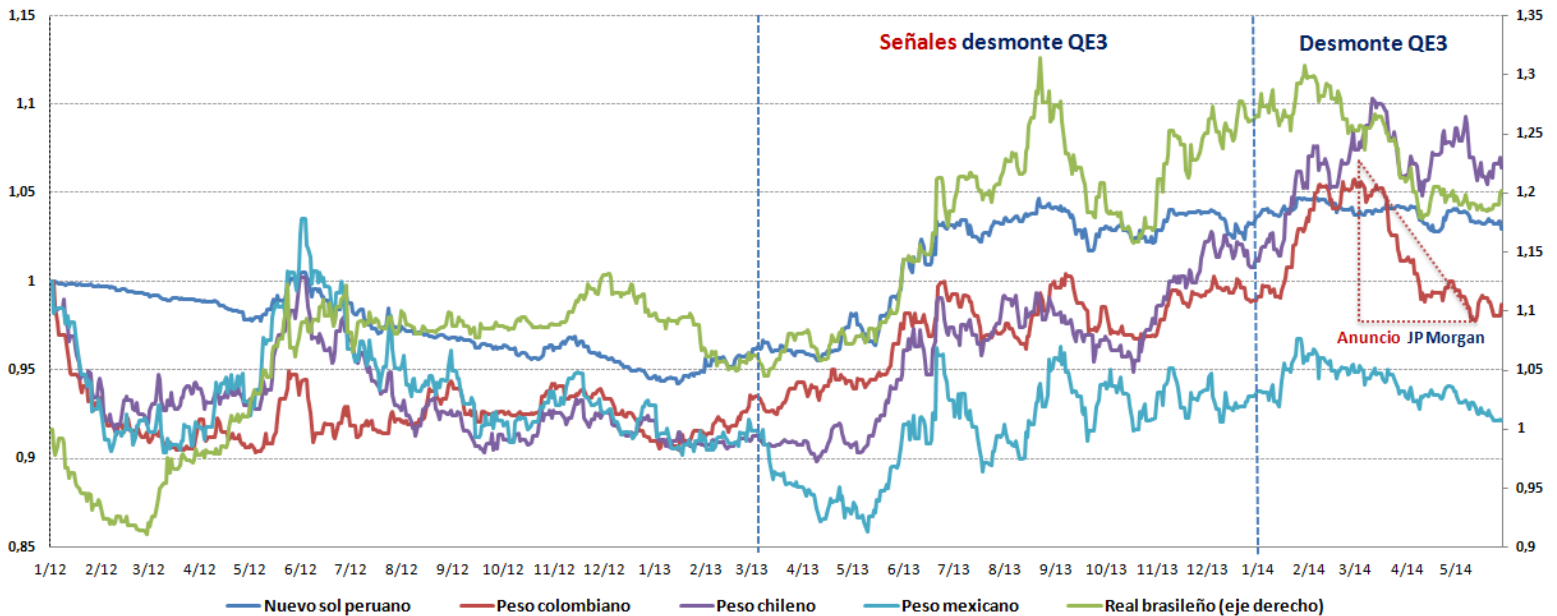
De igual manera, al anuncio de recomposición de los índices de JP Morgan generó disminuciones en las diferentes referencias de la curva de rendimiento de los títulos de deuda locales denominados en pesos colombianos (TES) y la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda local en pesos pasó de 8% al 19 de marzo de 2014 a 9,81% al 17 de abril de 2014, y con el rebalanceo llegaría a cerca de 16% (incluyendo títulos en UVR), según proyecciones del Banco de la República de Colombia.

**En este orden de ideas, es claro que la importancia que han tomado los flujos de**

**capitales hacia América Latina en los últimos años ha extendido el potencial que tienen los choques externos (tendencias de demanda externa, decisiones de política económica internacional y cambios en la percepción de riesgo de inversionistas mayoristas) para desestabilizar los mercados de valores y divisas.**

**Finalmente, así como la regulación de cada país procura que los agentes sistemáticamente importantes en su sistema financiero cumplan con requerimientos más exigentes y fortalezcan sus mecanismos de autocontrol y gestión de riesgo con el fin de evitar impactos de gran escala en sus economías, es decir, que incorporen de manera estratégica el efecto de su tamaño y sus decisiones en el mercado, también debería fomentarse, sobre todo a escala de los bancos centrales sistemáticamente importantes en el mundo, la incorporación de otros parámetros en la toma de decisiones para tener en cuenta los impactos potenciales en otras economías del mundo.**

**Gráfico 1: Índices de Tasa de Cambio Diaria de Economías Seleccionadas América Latina (enero 2012=100)**



Fuente Datos: Banco de la República de Colombia.  
Gráfico: BRC Investor Services S. A. SCV.