Macroeconomía bajo dominancia de la balanza de pagos

DOI:
https://doi.org/10.32468/Ebook.664-417-4
Publicado:
Jueves, 11 Marzo 2021
Authors:
Jose Antonio Ocampo Gaviria,
Malagón-González Jonathan
Palabras clave:
Macroeconomía, Balanza de pagos, Inflación
Descargar documento

Lo más reciente

Assessing the effects of recent provisioning rules on consumer credit allocation in Colombia
Fredy Gamboa-Estrada, Diego Cuesta, Camilo Sanchez-Quinto
Settlement liquidity in the Colombian large-value payment system: the role of reserve requirements
Fredy Gamboa-Estrada, Freddy Cepeda-López, Javier Iván Miguélez-Márquez
Geopolitical risk and emerging market sovereign risk premia
Fredy Gamboa-Estrada, José Vicente Romero
Otras Publicaciones

Nada más oportuno para el debate de la coyuntura económica actual en Colombia, y en América Latina en general, que esta colección de ensayos de José Antonio Ocampo, Jonathan Malagón y colaboradores sobre la dominancia de la balanza de pagos como determinante del desempeño macroeconómico de corto plazo. Aunque de tiempo atrás se ha reconocido el papel protagónico que los choques externos han tenido sobre los ciclos económicos, el concepto de la dominancia va más lejos y tiene grandes consecuencias para el manejo de la economía.

Como bien lo plantea este libro, la dominancia no solo explica las fluctuaciones económicas, sino que además condiciona las respuestas de política que buscan estabilizar el ciclo económico y el control de la inflación. Identificar esas restricciones, así como las interrelaciones entre los fenómenos externos, fiscales y monetarios, es un gran aporte de los trabajos incluidos en este volumen.

Desde que existen estadísticas confiables, la literatura económica ha identificado que las fluctuaciones de los términos de intercambio y las variaciones en los ingresos netos de capitales externos son las variables con mayor poder explicativo sobre el ciclo económico colombiano y de otros países de América Latina. El que las fluctuaciones del PIB alrededor de su tendencia dependan de los términos de intercambio no es sorprendente en economías cuyas exportaciones se concentran en pocos productos básicos (que a su vez son una fuente

importante de ingresos fiscales) y donde los capitales externos han sido una parte fundamental de la financiación de la inversión local. Estos son, en cierto sentido, los canales directos mediante los cuales los choques externos (que se reflejan en la balanza de pagos) afectan el desempeño económico.

Sin embargo, la forma como esta dependencia condiciona las respuestas de política es menos conocida. Revelar estos canales indirectos, y cuantificar su importancia, es en buena parte el hilo conductor de los capítulos incluidos en este libro. Se aborda así un tema de gran relevancia, pues los instrumentos de política disponibles son pocos —y su efectividad limitada—, lo que restringe la capacidad de suavizar el ciclo económico frente a los choques externos.

Esclarecer las restricciones que impone la balanza de pagos para el diseño de políticas no es una tarea sencilla. Para abordar esta problemática, el libro se enfoca en una economía cuyo marco de política se asemeja al que ha adoptado Colombia en los últimos años. Esto es, una economía en la que la política monetaria se conduce bajo el modelo de inflación objetivo (donde el instrumento de política es la tasa de interés), con tasa de cambio flexible (es decir, con baja o nula intervención cambiaria) y con reglas predeterminadas para el manejo de la política fiscal. Sin embargo, los ensayos también exploran lo que ocurre en economías con restricciones a los movimientos de capitales e intervención cambiaria para suavizar las variaciones de la tasa de cambio.

La lectura de esta obra deja claro que no hay fórmulas mágicas. El lector no obtendrá un recetario con arreglos institucionales que sean los mejores en todas las circunstancias y contextos. Lo que obtendrá es un análisis completo de las opciones disponibles, con sus pros y contras. Esto es infinitamente más útil para el lector interesado en el manejo de la política macroeconómica en economías pequeñas, abiertas y dependientes de los choques tanto a los términos de intercambio como a los flujos de capitales.

Aunque los autores consideran que en ciertas circunstancias pueden existir buenas razones para intervenir en el mercado cambiario, la experiencia reciente indica que el marco de política adoptado por Colombia ha dado resultados superiores a los de las alternativas disponibles.

Al comparar a Colombia con otros países de la región durante la presente década, llama la atención que el deterioro en los términos de intercambio fue mayor y más rápido que, por ejemplo, en Chile y Perú. De hecho, el choque negativo a los términos de intercambio fue uno de los más fuertes de América Latina, comparable con lo ocurrido en Bolivia y Ecuador. A diferencia de estos dos países, la tasa de cambio en Colombia fue relativamente flexible como respuesta a los choques: se permitió la depreciación y no se utilizaron las reservas internacionales, en contraste con otros países latinoamericanos que experimentaron grandes pérdidas de reservas. La depreciación real del peso colombiano fue mayor que la de las demás monedas regionales, al tiempo que la pérdida de reservas fue nula (al igual que en Brasil), en abierto contraste con economías como Argentina y Bolivia (que tuvieron pérdidas cercanas al 40% de las reservas frente al nivel existente al inicio de la caída en los precios de los productos básicos) y Ecuador (que perdió el 70% de sus reservas). En Venezuela las reservas prácticamente desaparecieron.

Lo interesante es que el crecimiento económico, cerca del momento de los choques, fue más estable en Colombia que en Chile y Perú. Además, la tendencia en materia de crecimiento ha sido positiva después del ajuste. Esto es atribuible, en buena parte, a la respuesta de política, pero también a algunas decisiones previas que mitigaron los efectos de la caída en los términos de intercambio. Entre estas destacaría el papel de la reducción de los impuestos a la nómina, que le dio mayor flexibilidad al mercado laboral, y la reducción de los impuestos a la inversión extranjera de portafolio (que permitió un aumento en las entradas de capitales en el momento de mayor caída de los ingresos por exportación de bienes), ambas introducidas en la Ley 1607 de 2012, expedida con anterioridad a la caída en los precios de los productos de exportación.

Como lo señalan varios de los ensayos contenidos en este libro, la capacidad de adoptar una política monetaria contracíclica para enfrentar las consecuencias adversas del choque externo es limitada. Esto es particularmente cierto cuando la depreciación aumenta no solo la inflación sino las expectativas de inflación futura, lo que pone en entredicho el cumplimiento de las metas que fija la autoridad monetaria. Por eso es natural que en estas circunstancias se opte por aumentar las tasas de interés, pese a que la economía experimenta una desaceleración, producto del choque externo. La autoridad le da prioridad a controlar la inflación y estabilizar la moneda, como indica su mandato. Esto, sin duda, acentúa la desaceleración económica, pero permite que las tasas puedan volver a bajar tan pronto se logra dicha estabilización, reduciendo las pérdidas de producto: exactamente eso fue lo que ocurrió en Colombia.

En contraste, aunque hay un debate sobre la materia, y los autores consideran que la política fiscal desempeñó un papel procíclico debido a la caída en la inversión pública, la política fiscal es hoy en día moderadamente contracíclica debido a que la regla fiscal permite aumentar el déficit fiscal como respuesta a un choque externo. El que la política fiscal cumpla una función estabilizadora de la actividad económica explica por qué las pérdidas en materia de producción fueron menores que en otras economías de la región. En este sentido, la regla fiscal permitió un aumento temporal del déficit fiscal, en comparación con la senda que habría tenido que seguirse en ausencia del choque. Aumentar el déficit fiscal sin sacrificar el grado de inversión, obtenido durante el período de auge, es un gran resultado del nuevo arreglo institucional en esta materia.

Así, la política monetaria tuvo que responder de manera procíclica ante el choque externo para consolidar la credibilidad. A futuro es posible que las expectativas de inflación no reaccionen ante choques temporales (como la depreciación) y que la política monetaria pueda desempeñar un papel más neutro. Gracias a la credibilidad asociada con la regla fiscal fue posible, por el contrario, que la política fiscal cumpliera un papel contracíclico frente al que habría ocurrido bajo una regla más rígida, como la que tienen algunos países que se fijan metas en términos de la relación deuda pública a PIB.

Los autores consideran que una política de mayor acumulación de reservas durante el auge, para luego desacumular durante la fase de descenso en los precios de los productos básicos habría moderado el ajuste de la tasa de cambio y, por ende, de la inflación. En estas circunstancias, probablemente el aumento de la tasa de interés habría podido ser menor, así como la desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, la decisión de vender

reservas internacionales para evitar una depreciación no es fácil. En Colombia se optó por dejar que el mercado se ajustara libremente, lo que dio origen a una recomposición del gasto que promovió el ajuste externo de manera rápida y apoyó el crecimiento. Haber interferido en ese proceso hubiera demorado el ajuste, con consecuencias negativas sobre la confianza y, a su vez, sobre el crecimiento de mediano plazo.

Estos son temas de gran relevancia y hacen parte de un debate aún vigente. Por eso recomiendo la lectura de este magnífico libro en el quedan planteados los grandes debates del momento, con una perspectiva ilustrada e informada que invita a una necesaria reflexión.

Prólogo de Mauricio Cárdenas Santamaría