

# **LA TASA DE CAMBIO Y EL MANEJO DE LOS CICLOS ECONÓMICOS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO**

**JOSÉ ANTONIO OCAMPO  
UNIVERSIDAD DE COLUMBIA**

# LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA SON AMPLIOS

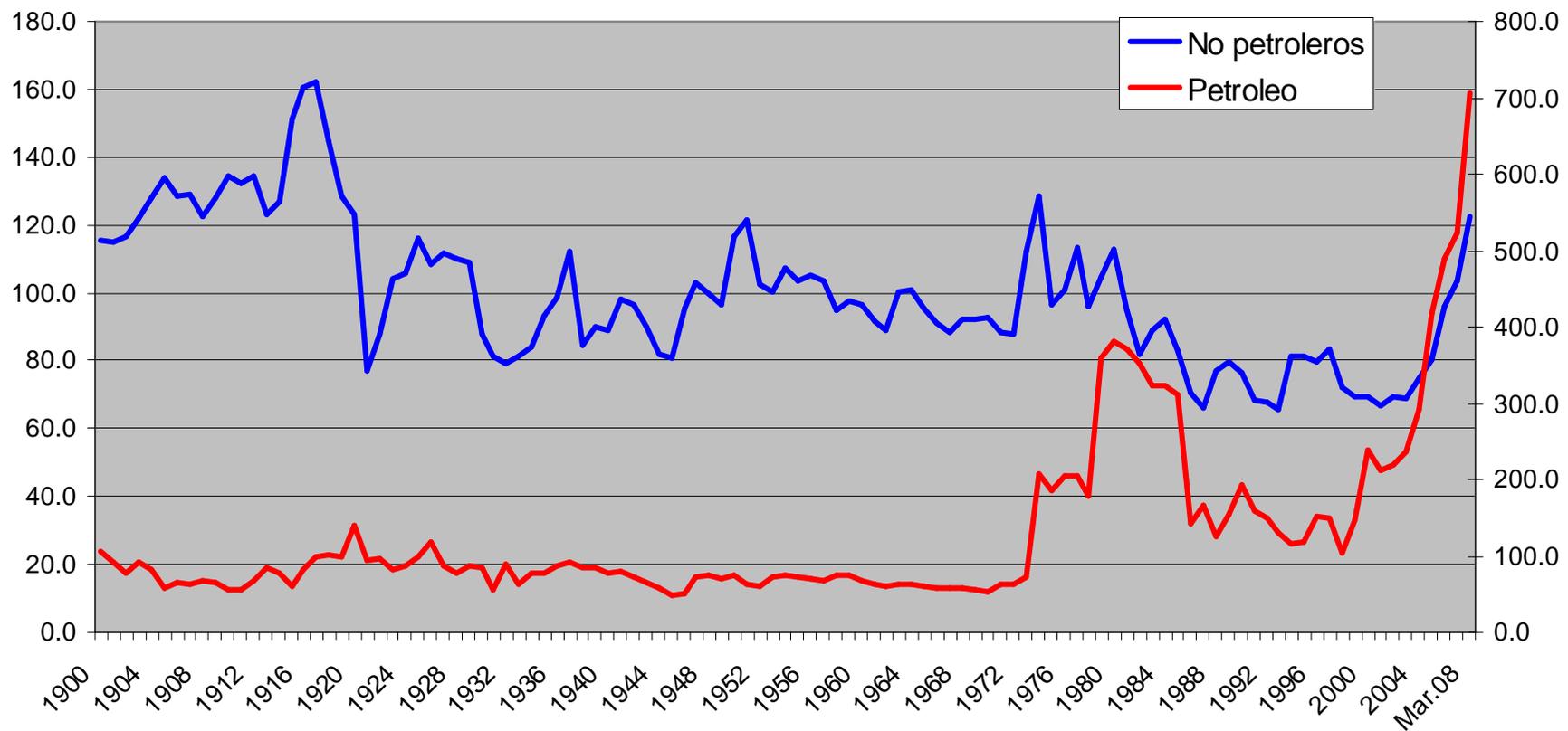
- En el corto plazo, no sólo inflación y balances fiscales sostenibles, sino también:
  - ✓ Actividad económica y empleo
  - ✓ Balance externo sostenible
  - ✓ Evitar la acumulación de riesgos excesivos en las hojas de balances de los agentes financieros y no financieros
- En el largo plazo, facilitar la inversión y el crecimiento:
  - ✓ Tasa de cambio competitiva
  - ✓ Tasa de interés moderada
  - ✓ Desarrollo financiero profundo
  - ✓ Inversión pública en capital humano e infraestructura

# LA ALTA VOLATILIDAD DEL CRECIMIENTO

- Las economías en desarrollo son más volátiles en términos de crecimiento económico
- Esto es, en parte, un problema de manejo macroeconómico deficiente ...
- ... pero, mucho más, de fuertes choques de origen externo:
  - ✓ Choques de términos de intercambio
  - ✓ Choques de capitales:
    - Disponibilidad de financiamiento
    - Costo del endeudamiento
    - Madurez de los créditos o bonos
  - ✓ Estas fluctuaciones son de corto plazo pero, aún más importante, de mediano plazo.

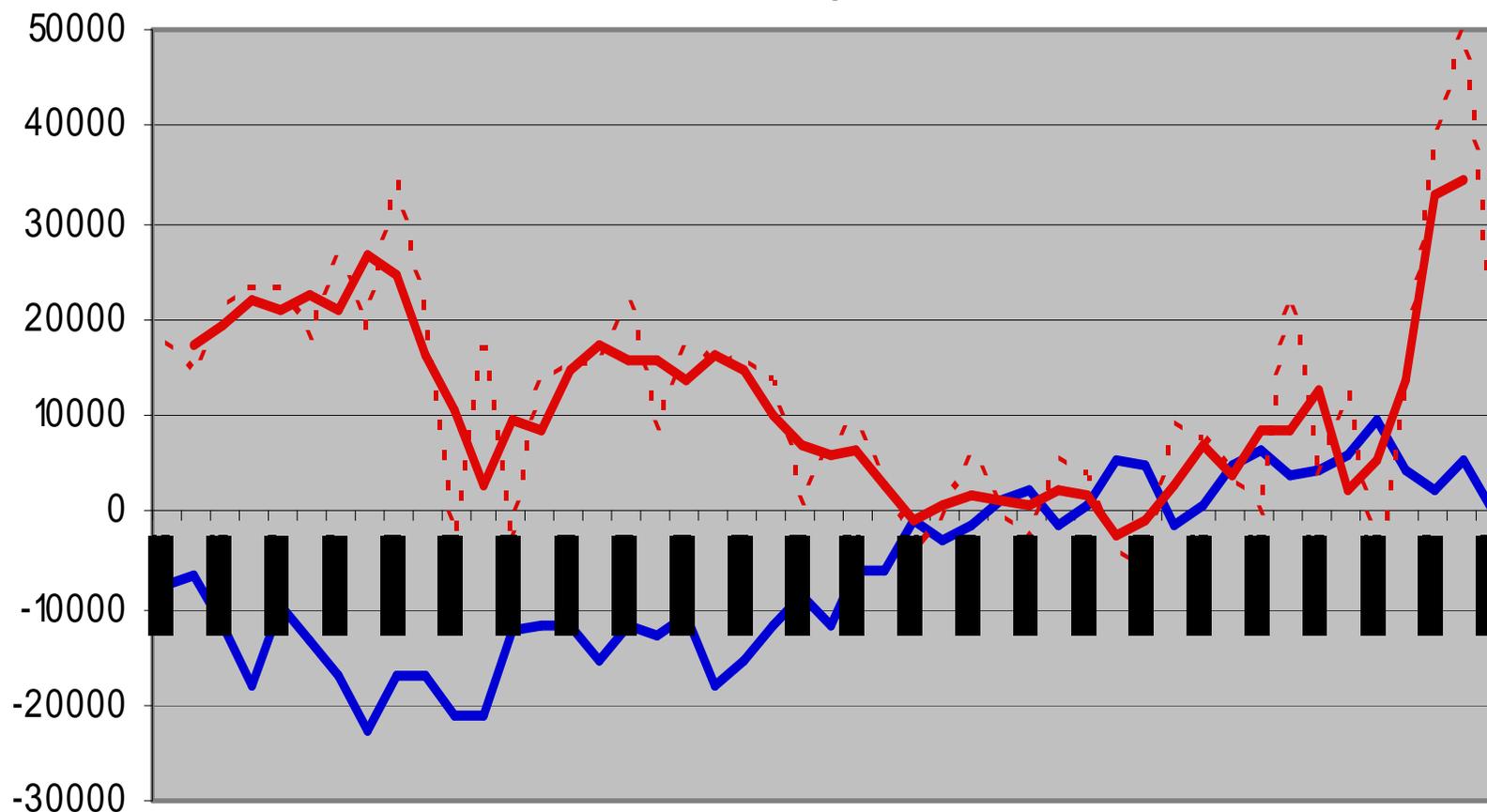
- En materia financiera, ésto refleja problemas del sistema internacional:
  - ✓ Diferente capacidad de emitir deudas en monedas nacionales en los mercados financieros internacionales
  - ✓ Grados diferentes de desarrollo financiero
  - ✓ Tamaño de los mercados
- El manejo de las vulnerabilidades asociadas al ciclo externo es el principal tema de la política macroeconómica
- El gran problema es que se han perdido instrumentos para ello:
  - ✓ Liberalización comercial
  - ✓ Eliminación de mecanismos de control de cambios
  - ✓ Apertura de la cuenta de capitales

# FUERTES FLUCTUACIONES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS



# ACCESO INESTABLE AL FINANCIAMIENTO EXTERNO...

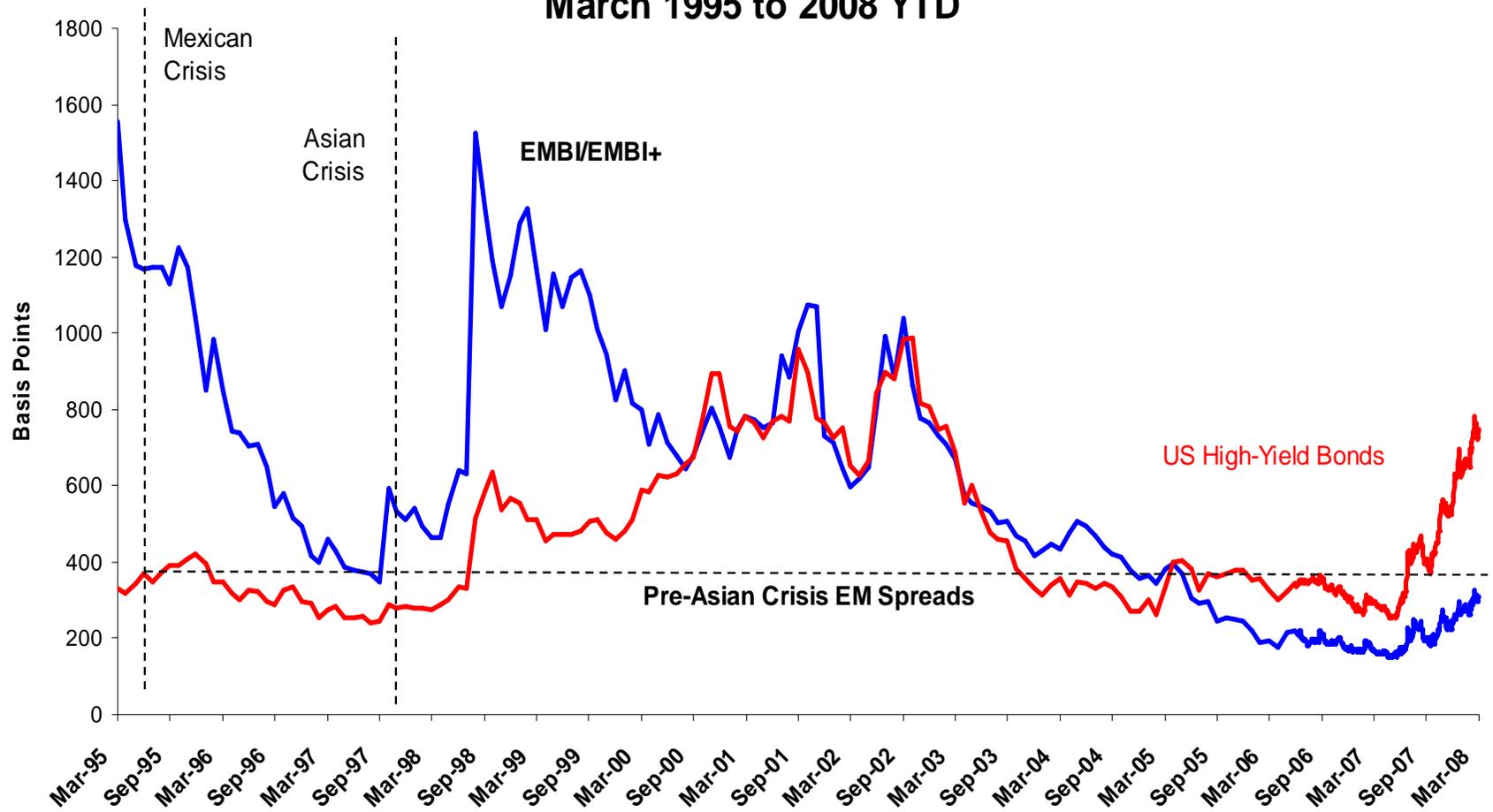
Cuenta corriente vs. capitales sin Venezuela



— Cuenta corriente    - - - Cuenta de capitales    — Cuenta capitales (promedio 3 trim)

# ... Y FUERTES VARIACIONES EN SU COSTO

Spreads on JP Morgan EMBI+ and US High-Yield Bonds  
March 1995 to 2008 YTD



# EL MANEJO DE LOS CICLOS DE ORIGEN EXTERNO

- Los instrumentos básicos son conocidos:
  - ❖ Política fiscal
  - ❖ Política monetaria
  - ❖ Política cambiaria
  - ❖ Políticas de administración financiera
- En los dos primeros casos, hay que recordar que el origen del problema es normalmente externo, no interno.
- Las políticas monetaria y cambiaria están íntimamente relacionadas
  - ... en particular en economías dolarizadas financieramente

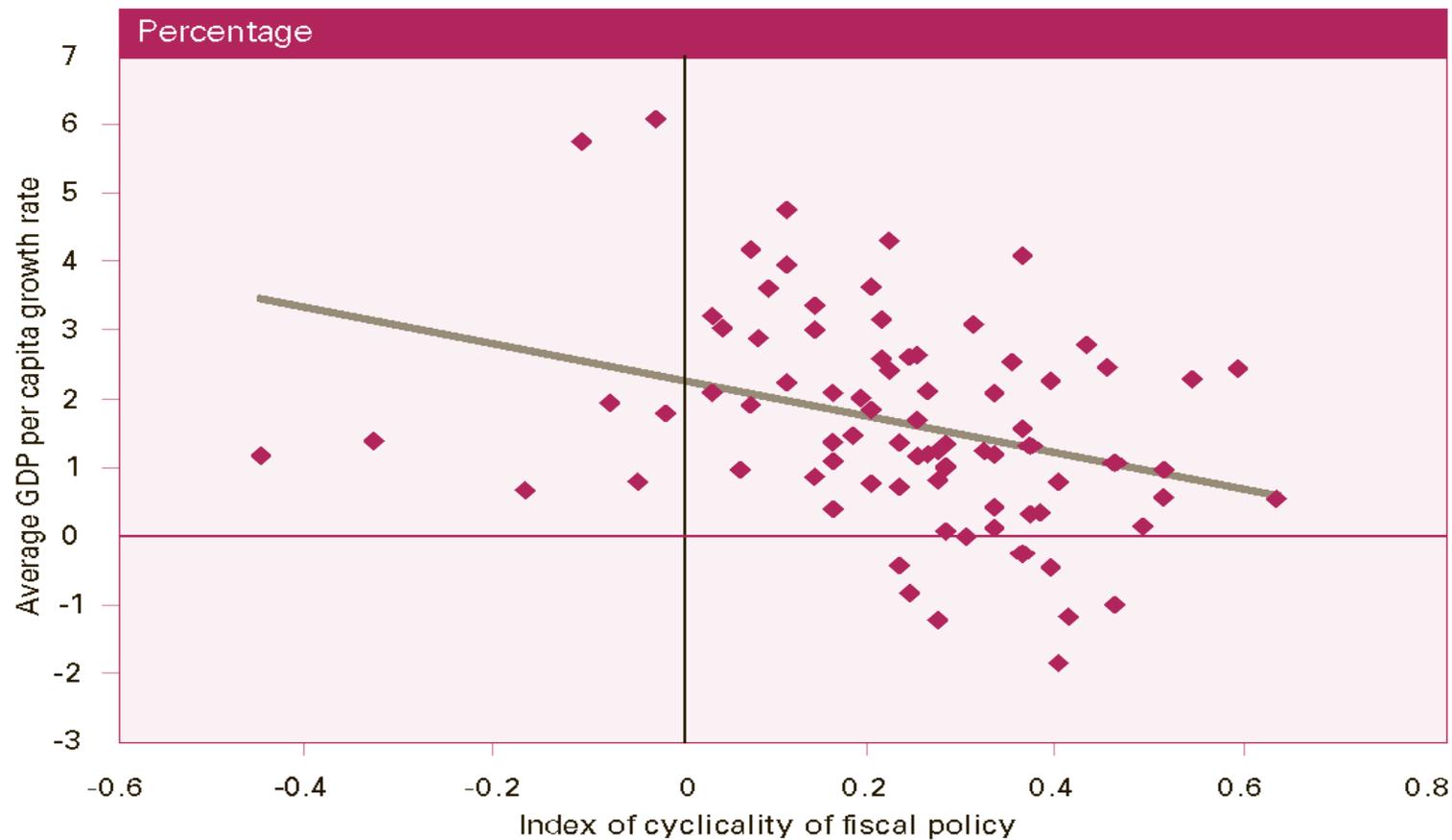
# LA POLÍTICA FISCAL

- La política fiscal siempre puede jugar un papel anticíclico.
- ¿Cuáles son las opciones?
  - ✓ Definir una posición estructural de las finanzas públicas (o un ritmo de crecimiento del gasto de largo plazo).
  - ✓ Usar activamente fondos de estabilización
  - ✓ Estabilizadores automáticos (impuestos o gastos) son preferibles a decisiones discrecionales.
- Pero esta lógica va en contra del mercado y la economía política:
  - ✓ Los mercados empujan en la dirección contraria (financiamiento)
  - ✓ Si ha habido austeridad durante la crisis precedente, es difícil vender políticamente austeridad durante el auge...
  - ✓ ... en particular cuando hay que compensar el auge del gasto privado
- La política fiscal procíclica tiene efectos adversos sobre la eficiencia del gasto público y el crecimiento

# **LAS POLÍTICAS HAN SIDO PROCÍCLICAS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO**

<b>REGIÓN</b>	<b>ÍNDICE DE PRO-CICLICIDAD</b>
<b>OCDE</b>	<b>- 0.11 (anticíclico)</b>
<b>Países en desarrollo de ingreso medio alto</b>	<b>0.28 (fuertemente procíclico)</b>
<b>Países en desarrollo de ingreso medio bajo</b>	<b>0.17 (moderadamente procíclico)</b>
<b>Países de ingreso bajo</b>	<b>0.28 (fuertemente procíclico)</b>
<b>África</b>	<b>0.30 (fuertemente procíclico)</b>
<b>América Latina</b>	<b>0.25 (fuertemente procíclico)</b>
<b>Asia</b>	<b>0.16 (moderadamente procíclico)</b>

# LAS POLITICAS FISCALES PROCICLICAS TIENEN EFECTOS ADVERSOS SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO



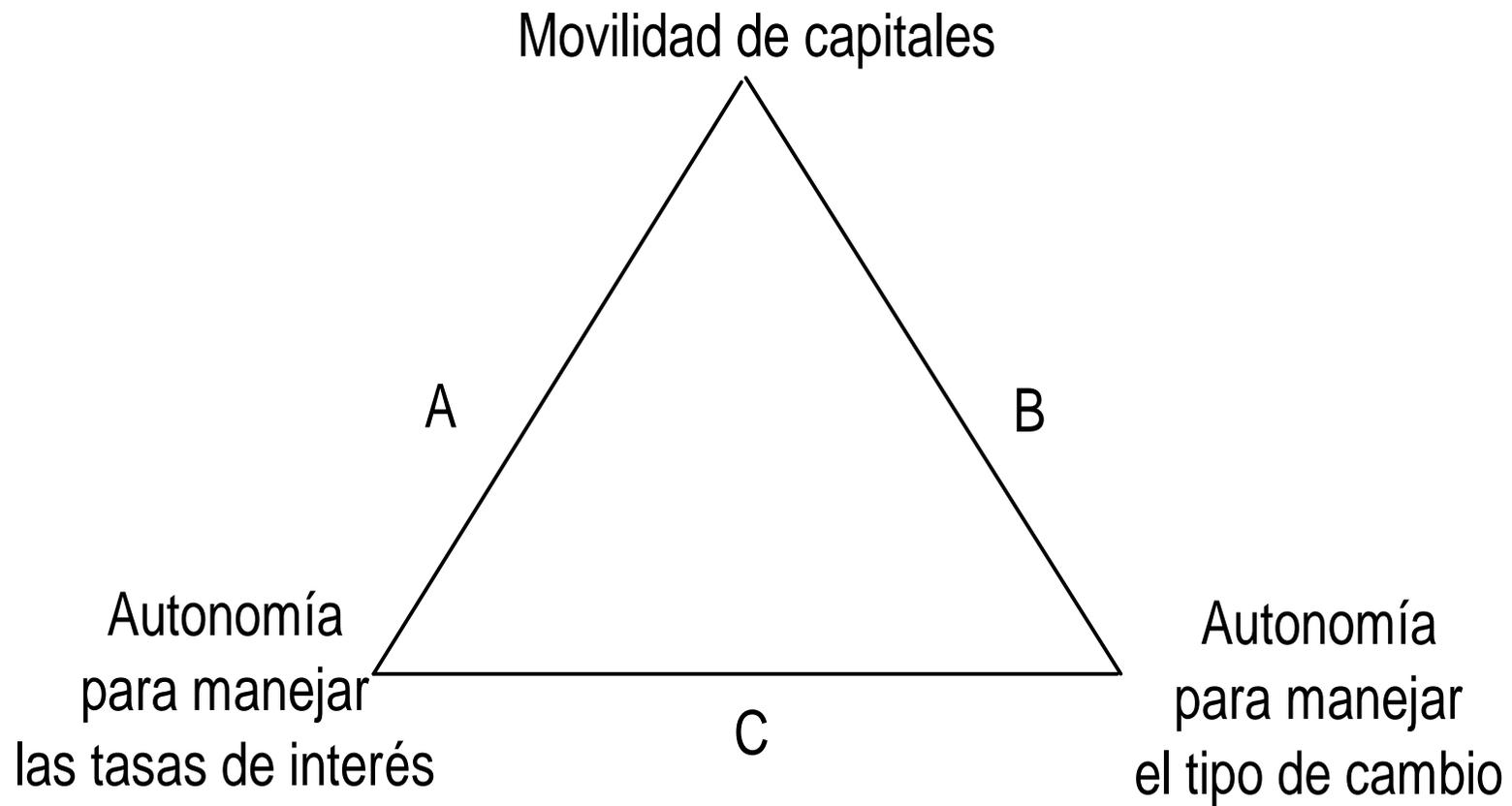
# LA POLÍTICA CAMBIARIA

- Con la apertura comercial se han perdido grados de libertad para manejar los choques externos.
- Se depende mucho más de la tasa de cambio...
- ... pero la tasa de cambio tiene efectos múltiples:
  - ✓ Sobre el comercio (precio relativo clave)
  - ✓ Sobre los balances financieros (precio de un activo)
  - ✓ Sobre el nivel de precios
- Mientras el primer efecto es anticíclico, los dos últimos tienden a ser procíclicos

- Por este motivo, la política cambiaria enfrenta demandas opuestas:
  - ✓ Demanda de estabilidad
    - Nivel de precios
    - Incentivos comerciales estables
    - Evitar efectos financieros (un tema crítico en economías dolarizadas)
  - ✓ Demanda de flexibilidad para manejar los choques externos
- Principal implicación: No hay un régimen cambiario óptimo para todos los países en todos los momentos.

- En cualquier caso, la política cambiaria debe responder a los múltiples objetivos de la política macroeconómica...
- ... por lo que es necesario tener un “objetivo de tipo de cambio” ...
- ... y ésta es la norma hoy en el mundo en desarrollo

# LA VISIÓN TRADICIONAL: LA TRINIDAD IMPOSIBLE



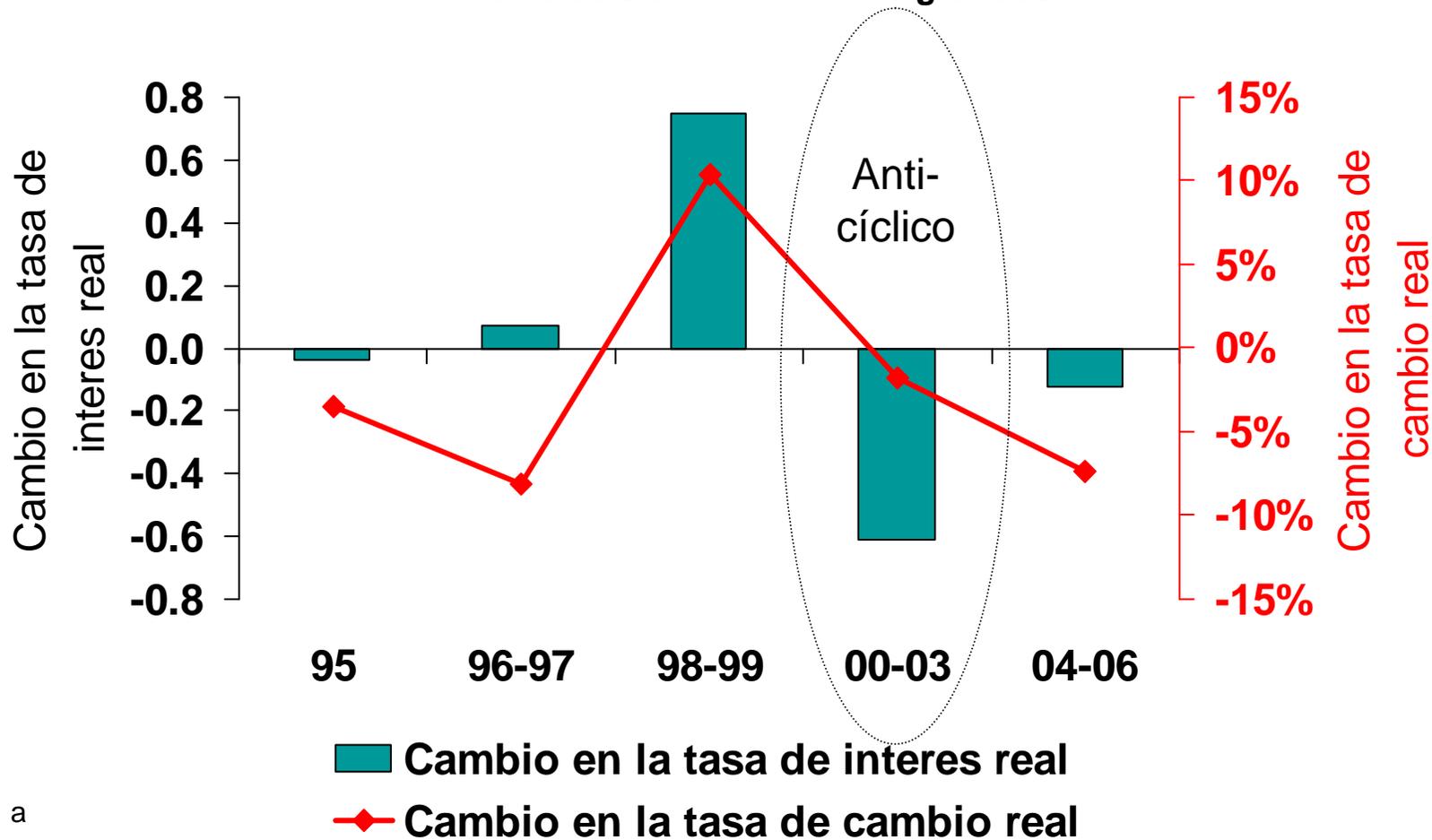
# LOS PROBLEMAS CON LA VISIÓN TRADICIONAL

- La credibilidad de toda tasa de cambio fija (aún con convertibilidad) es procíclica, debido a la presión de la cuenta de capitales.
- Con el manejo anticíclico de la tasa de interés se puede reducir este problema en un régimen de tasa de cambio flotante, pero la “autonomía monetaria” es limitada.
- La razón básica es que la tasa de interés de paridad es pro-cíclica:
  - Durante el auge, se intenta subir la tasa de interés cuando la tasa de paridad externa disminuye (baja de márgenes de riesgo y expectativas de apreciación)
  - Lo contrario ocurre durante las crisis.

- Por ese motivo, todo el problema se desplaza al mercado cambiario, generando una fuerte volatilidad del tipo de cambio y un deterioro de la cuenta corriente durante el auge que genera riesgos conocidos.
- Más aún, la volatilidad del tipo de cambio tiene efectos procíclicos:
  - ✓ Efectos riqueza procíclicos (por descalces de moneda en los balances).
  - ✓ Efectos procíclicos a través del impacto de la tasa de cambio sobre los precios
  - ✓ Flujos de capital endógenos también procíclicos.
  - ✓ El resultado puede ser un comportamiento aún más procíclico del precio de los activos
- Todos estos problemas se han acentuado en la coyuntura actual por dos choques exógenos:
  - ✓ La reducción de la tasa de interés de los Estados Unidos
  - ✓ El choque de precios de alimentos a nivel mundial

# LA MEZCLA DE MANEJO CAMBIARIO Y MONETARIO HA SIDO GENERALMENTE PROCÍCLICA EN AMÉRICA LATINA

Promedio de 8 economías más grandes

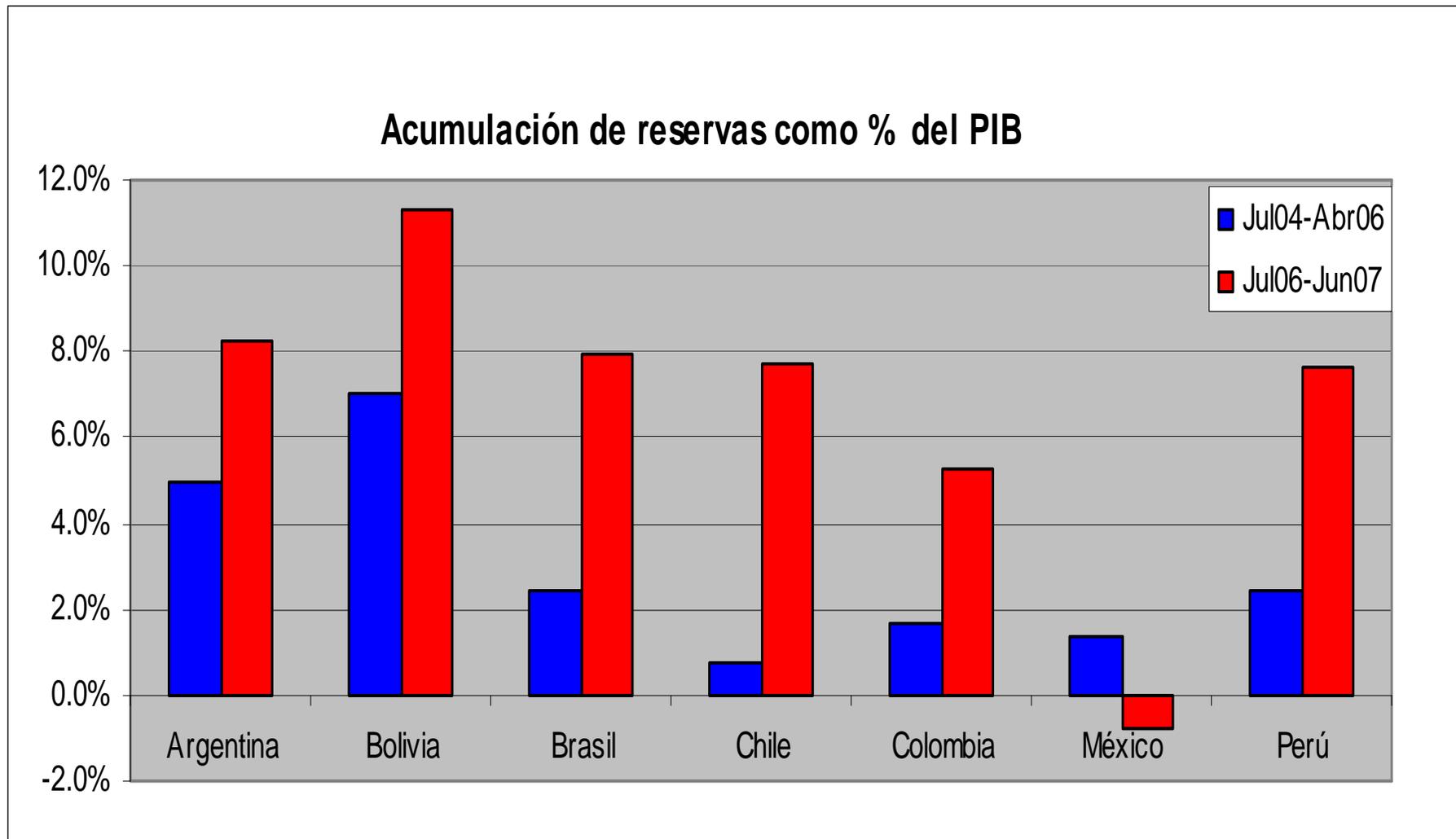


a

# IMPLICACIONES

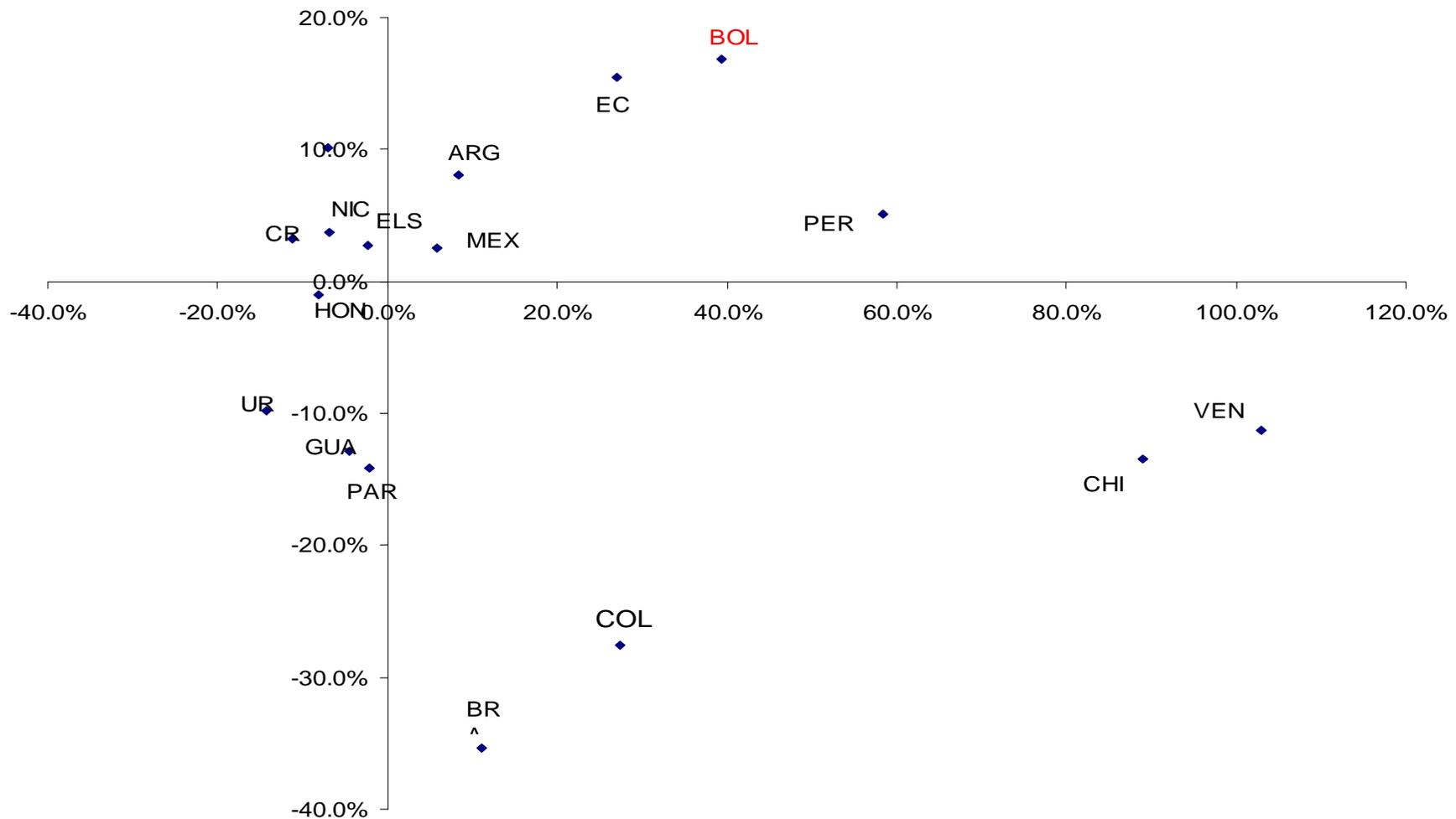
- En la práctica, los países parecen preferir una flexibilidad fuertemente administrada
- Los “regímenes intermedios” pueden generar más autonomía monetaria y más margen para políticas anticíclicas, pero:
  - ✓ Posibles problemas de credibilidad
  - ✓ Costos de esterilizar la acumulación de reservas. Un superávit fiscal contribuye a reducir estos costos.
  - ✓ Por eso, es necesario un uso activo de las políticas de manejo financiero.

# INTERVENCIONES MASIVAS EN LOS MERCADOS CAMBIARIOS

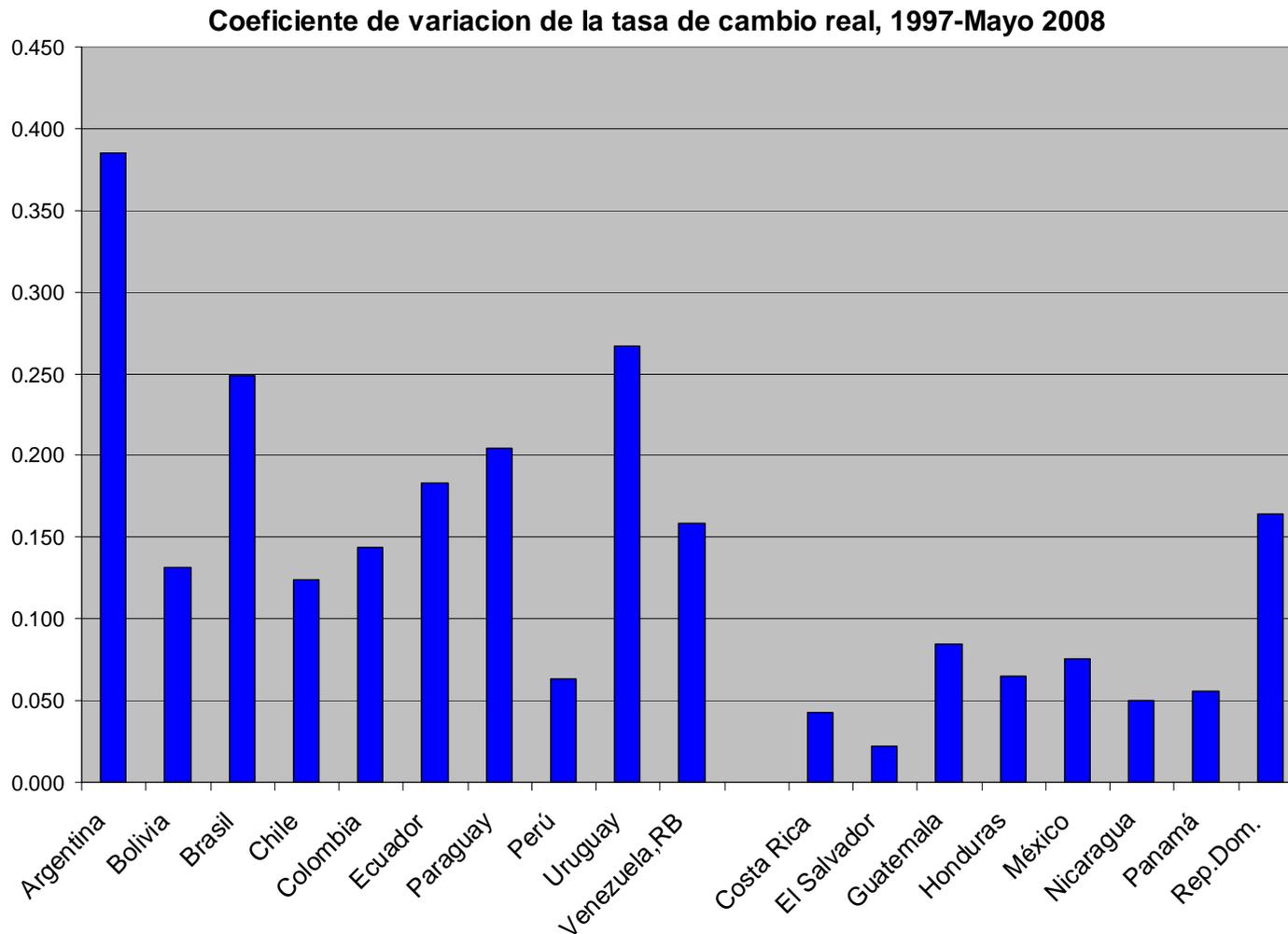


# PERO NO TODOS LOS PAÍSES HAN LOGRADO EVITAR LA REVALUACIÓN

Relación entre la mejora en los términos de intercambio y la apreciación real, 2003-2007



# FUERTE VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO REAL EN SUDAMÉRICA



# POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

- Regulaciones de la cuenta de capitales (restricciones o costos adicionales a cierto tipo de flujos)
- Regulación prudencial:
  - Manejo anticíclico de provisiones
  - Reducción de descalces de moneda (crítico en economías dolarizadas) y de desdolarización financiera.
- Política de pasivos del sector público (cambios en la composición del endeudamiento interno/externo)
- Promover el desarrollo de mercados de bonos en moneda nacional

# UNA EVALUACIÓN BREVE DE LA POLÍTICA CAMBIARIA BOLIVIANA

- La política cambiaria ha sido exitosa en evitar una revaluación real sustancial en medio de una bonanza de precios externos.
- No hay evidencia de “enfermedad holandesa”. Los problemas de crecimiento residen en la agricultura y los sectores extractivos (aunque con repunte reciente).
- La esterilización masiva ha jugado un papel importante en esta tarea, aunque ha contribuido (inevitablemente) a elevar las tasas de interés.
- El superávit fiscal ha contribuido y debe seguir contribuyendo a esta tarea. Un fondo de estabilización puede ser útil en tal sentido.

- La desdolarización financiera ha avanzado, aunque puede ser muy dependiente de factores coyunturales (tendencia a la revaluación, altas tasas de interés en moneda nacional).
- La medida de poner un costo de transacción adicional al servicio de transferencia del exterior ha sido útil, y quizás podrían pensarse en medidas adicionales de este tipo.
- No es evidente qué puede hacer adicionalmente la política cambiaria para contribuir al serio problema de inflación, cuyo origen está en la oferta.
- Pero, ante la difusión del choque inflacionario, es necesario tener mucha prudencia en el manejo de la demanda agregada (política fiscal y crediticia).

# **LA TASA DE CAMBIO Y EL MANEJO DE LOS CICLOS ECONÓMICOS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO**

**JOSÉ ANTONIO OCAMPO  
UNIVERSIDAD DE COLUMBIA**