

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Abril 22 de 2014

## De la Trinidad a la Dualidad Imposible: Política Monetaria, Flujos de Capital y Tasa de Cambio

La fuga de capitales desde las economías emergentes hacia las desarrolladas, por cuenta de la llamada “normalización monetaria” durante 2013-2014, ha puesto de presente nuevamente la “trinidad imposible”. Como se recordará, esta trinidad se refiere a la imposibilidad de manejar de forma independiente y simultánea los objetivos monetarios (control de la inflación), cambiarios (fijación del nivel de la tasa de cambio) y del mercado de capitales (libre movilidad de las inversiones-portafolios del exterior). El postulado central es que en la persecución de estos tres objetivos “alguno (finalmente) tiene que ceder” (ver *Informe Semanal* No. 871 de marzo de 2007).

El cuadro adjunto explica cómo en el caso de Argentina (1995-2001) la adopción de la famosa “tabla de convertibilidad” llevó a ese país a la pérdida de autonomía en su política monetaria. Mientras el ciclo mundial fue expansivo, su economía creció dinámicamente por cuenta de sus exportaciones de cereales (1995-1997). Pero cuando la Crisis Asiática (1998-2000) y la mini-recesión de los Estados Unidos (2000-2001) frenaron la economía mundial, a Argentina se le transmitieron inmediatamente esos choques recesivos que llevaron al quebranto de ese experimento cambiario, con graves repercusiones bancarias y de malestar social por cuenta de los “corralitos-corrallones” que se tuvieron que adoptar.

Más recientemente, esa trinidad imposible se le presentó a Brasil al tener que restringir los influjos de capital a través de impuestos (2008-2012), intentando contener los dañinos efectos de la apreciación cambiaria. En este caso Brasil logró mantener su autonomía monetaria, pero tuvo que recurrir también a la adopción de un sistema de flotación cambiaria-administrada (acumulando reservas internacionales a un elevado costo cuasi-fiscal). También durante esa época (2007-2009), Colombia recurrió a un sistema de impuestos *a-la-Tobin* y de costosas compras de reservas internacionales (2010-2014), aunque de menor duración e intensidad que las del régimen de Brasil.

De forma interesante, Helene Rey (2013) ha planteado recientemente que la creciente globalización de los mercados financieros, en realidad, está convirtiendo dicha “trinidad” en una “dualidad” imposible. Ella argumenta que la elevada correlación existente entre los flujos de capital y los instrumentos monetarios hacen que, independientemente del régimen cambiario adoptado (fijo o flotante), se estén teniendo que implementar medidas para evitar que el “ruido” internacional sobre los mercados financieros afecte las políticas macro-monetarias.

Continúa

## CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas  
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

[www.bancoavillas.com.co](http://www.bancoavillas.com.co)

**Director: Sergio Clavijo**


Con la colaboración de Nelson Vera

Tal vez el ejemplo más evidente han sido las declaraciones de la Sra. Yellen desde el FED mencionando, a principios de marzo de 2014, que en su banco central aún no se estaría considerando el “oleaje” que podría causar sobre las economías emergentes una acelerada moderación en la liquidez (ahora reducida a los US\$65.000 millones/mes y con expectativas de llegar a cero hacia finales de este 2014). Más aún, recurrir a “echar arena en los piñones” del engranaje financiero global, para lograr mantener el curso deseado en materia monetaria, podría ser una política bastante común hacia el futuro, especialmente desde que el propio FMI la ha aceptado como un instrumento válido para evitar los graves daños de la volatilidad cambiaria (ver *Comentario Económico del Día* 12 de febrero de 2014).

Comentábamos recientemente que en esta ocasión el “disparador” de dicha volatilidad cambiaria han sido las buenas noticias de recuperación de los Estados Unidos, que han llevado a moderar las inyecciones de liquidez. Sin embargo, ello ha coincidido con una segunda oleada de problemas en los emergentes, iniciándose con la “Primavera Árabe” de 2011-2012, la cual ha generado desastres sociales en Egipto, Siria y Marruecos, y que ahora toma la forma de contagio financiero involucrando a los “5-Emproblemados” (Turquía, Indonesia, Suráfrica, India y Brasil, en orden de dificultades), ver *Comentario Económico del Día* 4 de marzo de 2014.

En efecto, la expansión promedio de los BRICs habría sido del 5.8% en 2013 vs. el 8.1% anual promedio que se había observado durante 2000-2008 (antes de la crisis de Lehman). A su vez, los llamados CIVETS (con bastante desgano por parte del mercado) habrían crecido sólo un 4% en 2013 vs. el 4.9% anual observado durante el período 2000-2008. De manera similar, los “5-Emproblemados” habrían crecido 4% en 2013 vs. el 5.3% de 2000-2008.

La “dualidad” imposible está haciendo que algunos de estos emergentes estén teniendo que recurrir a elevar sus tasas de interés locales, cuando probablemente la aplicación de una Regla de Taylor lo que recomendaría es mantenerlas o reducir las. Algunos países, como Rusia, temen mayores fugas de capital (entre otras por el conflicto con Ucrania) y por eso han incrementado sus tasas locales, pero ello tendrá efectos negativos sobre su sector real. Además, el problema actual no es de simple contagio financiero sobre los “5-Emproblemados”, sino también de menores perspectivas de crecimiento potencial en dichos países emergentes. Estas dudas sobre el “aguante” de los “5-Emproblemados” han ocasionado no sólo desvalorizaciones en sus mercados de renta variable y renta fija, sino también rápidas devaluaciones, las cuales pondrán a prueba, una vez más ese delicado equilibrio entre lo monetario, lo financiero y lo cambiario.

De la Trinidad a la Dualidad Imposible				
	Argentina (1995-2001)	Colombia (2007-2009)	Brasil (2008-2012)	Mercados emergentes (2013-2014)
<b>1. Política Monetaria</b>	Dependiente (Peg al dólar)	Autónoma	Autónoma	Autónoma
<b>2. Flujos de capital</b>	Libres	Restringidos (Tobin Taxes-encajes)	Restringidos (Tobin Taxes)	
<b>3. Tasa de cambio</b>	Fija (Convertibilidad)	Flotación Administrada	Flotación Administrada	

Fuente: elaboración Anif con base en Rey (2013).