

macroeconomía del desarrollo

La integración a los mercados financieros internacionales: consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento

Roberto Zahler



NACIONES UNIDAS

CEPAL

macroeconomía del desarrollo

La integración a los mercados financieros internacionales: Consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento

Roberto Zahler



NACIONES UNIDAS

CEPAL

División de Desarrollo Económico
Santiago, agosto de 2011

macroeconomía del desarrollo

La integración a los mercados financieros internacionales: Consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento

Roberto Zahler



NACIONES UNIDAS



División de Desarrollo Económico
Santiago, agosto de 2011

Este documento fue preparado por el Sr. Roberto Zahler, consultor de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), para el taller “Políticas macroeconómicas, inserción externa y mercados financieros internacionales”, celebrado en la sede de la CEPAL en abril de 2011. El autor agradece los comentarios de los participantes en dicho taller.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1680-8843

LC/L.3362

Copyright © Naciones Unidas, agosto de 2011. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	5
A. Desarrollos recientes de la economía internacional y su impacto en la región	7
1. Políticas monetaria y fiscal en EEUU muy expansivas.....	7
2. Crisis fiscales y bancarias en algunos países de la Eurozona...	14
3. Mejoramiento de los términos de intercambio en la mayor parte de Latinoamérica	16
4. Países emergentes se desacoplan de los países desarrollados ..	17
5. En el ciclo económico actual los países latinoamericanos deberán continuar moderando el crecimiento de la demanda interna, debido a que están cerrando sus brechas de capacidad y las presiones inflacionarias se están incrementando.....	19
B. Desafíos para el diseño y la implementación de la política macroeconómica en la región	21
C. Respuestas de la política macroeconómica en la región	23
1. Política fiscal contractiva	23
2. Política monetaria contractiva	24
3. Acumulación de reservas internacionales.....	24
4. Incentivar la salida de capitales.....	25
5. Regular la entrada de capitales	25
6. Medidas macro-prudenciales.....	26
Conclusiones.....	29
Serie macroeconomía del desarrollo	31

Índice de gráficos

GRÁFICO 1A	BALANCE FISCAL DE EE.UU.	8
GRÁFICO 1B	DEUDA PÚBLICA DE EE.UU.	9
GRÁFICO 1C	EE.UU. TASA DE VARIACIÓN DE M1	9
GRÁFICO 2	CRECIMIENTO DEL PIB PAÍSES DESARROLLADOS	10
GRÁFICO 3	TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL DE EE.UU.	11
GRÁFICO 4	TIPO DE CAMBIO NOMINAL	12
GRÁFICO 5A	RESERVAS INTERNACIONALES PAÍSES LATINOAMERICANOS	13
GRÁFICO 5B	RESERVAS INTERNACIONALES	14
GRÁFICO 6A	PREMIOS CDS 5 AÑOS	15
GRÁFICO 6B	PREMIOS CDS 5 AÑOS (PAÍSES LATINOAMERICANOS)	15
GRÁFICO 7	TÉRMINOS DE INTERCAMBIO PAÍSES LATINOAMERICANOS	17
GRÁFICO 8	CRECIMIENTO DEL PIB Y BRECHA DE PAÍSES DESARROLLADOS Y EMERGENTES	18
GRÁFICO 9	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN 2010	19
GRÁFICO 10	TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN PAÍSES LATINOAMERICANOS	20

Resumen

Con posterioridad a la crisis financiera internacional de 2008-2009, la economía mundial se ha caracterizado por un conjunto de desarrollos que, según el grado de integración de varios países de la región a los mercados financieros internacionales, ha impactado significativamente el diseño de su política macroeconómica. Se destacan cinco de estos desarrollos:

- Políticas monetaria y fiscal en EEUU muy expansivas.
- Crisis fiscales y bancarias en algunos países de la Eurozona.
- Mejoramiento de los términos de intercambio en la mayor parte de Latinoamérica.
- Desacoplamiento del dinamismo del crecimiento de varios países emergentes respecto del lento avance de los países desarrollados.
- Varios países latinoamericanos deberán continuar moderando el crecimiento de la demanda interna, debido a que están cerrando sus brechas de capacidad y las presiones inflacionarias se están incrementando.

Estos cinco desarrollos conllevan significativos desafíos para la política macroeconómica en la región.

En el plazo inmediato es preciso enfrentar los dilemas respecto de cómo lidiar con el sobrecalentamiento de algunas economías, los déficits en cuenta corriente, las significativas entradas de capitales financieros, presiones inflacionarias, burbujas de precios de activos y desalineamientos cambiarios.

De otro lado, con el término de las políticas de estímulo monetarios en EEUU y considerando su difícil situación fiscal tanto en términos de stock como de flujos, es muy probable que sus tasas de interés de largo plazo experimenten un alza. Ello modificaría drásticamente el contexto externo, teniendo la región muy probablemente que enfrentar una salida de capitales. Ello dificultaría un “aterrizaje suave”, es decir, una desaceleración económica ordenada y eficiente.

En vistas de ello, la creciente integración financiera de varios países de la región requiere ser considerada. En efecto, ella es hoy en día una realidad que ofrece beneficios pero también impone restricciones.

Adicionalmente, en cada caso nacional se debe hacer una rigurosa evaluación sobre dos aspectos fundamentales, que condicionan el tipo de políticas a utilizar.

El primero dice relación con los efectos que se intenta aminorar:

- a) Reducir la volatilidad cambiaria, distinguiendo además entre la volatilidad del tipo de cambio nominal y alguna definición del tipo de cambio real más relevante.
- b) Reducir la tendencia a la apreciación de la moneda local, siendo necesario distinguir entre la apreciación nominal y real de dicha moneda.
- c) Reducir el excesivo crecimiento del crédito interno y/o de los precios de los activos.

El segundo aspecto se refiere a ¿cuál es la principal causa que origina el efecto que se intenta aminorar? En la actual coyuntura cabe distinguir, principalmente, si el “exceso” de oferta de divisas se origina principalmente en:

- a) Mejoramiento coyuntural de los términos de intercambio, dando origen una cuenta corriente de la balanza de pagos distorsionada; y/o
- b) Excesiva entrada de capitales, lo que implica una cuenta de capitales de la balanza de pagos distorsionada. Aquí cabría distinguir, a su vez, de un lado, entre capitales financieros o “reales” y, de otro lado, si la entrada de capitales es de corto o largo plazo.

Entre las opciones de política macroeconómica disponibles para hacer frente a los desafíos descritos se encuentran.

- Política fiscal contractiva
- Política monetaria contractiva
- Acumulación de reservas internacionales
- Incentivos a la salida de capitales
- Regulación de la entrada de capitales
- Medidas macro-prudenciales para el control de la expansión del crédito

Las ventajas y desventajas relativas de cada una de estas alternativas son analizadas en el contexto de la coyuntura externa actual y su posible evolución, desde la perspectiva de los países de la región, en especial aquellos que exhiben una mayor integración a los mercados financieros internacionales.

A. Desarrollos recientes de la economía internacional y su impacto en la región

Con posterioridad a la crisis financiera internacional de 2008-2009, la economía mundial se ha caracterizado por un conjunto de desarrollos que, considerando el alto grado de integración de varios países de la región a los mercados financieros internacionales, los ha impactado en términos del diseño e implementación de su política macroeconómica. Cinco de estos desarrollos destacan, a este respecto, por su importancia:

1. Políticas monetaria y fiscal en EEUU muy expansivas

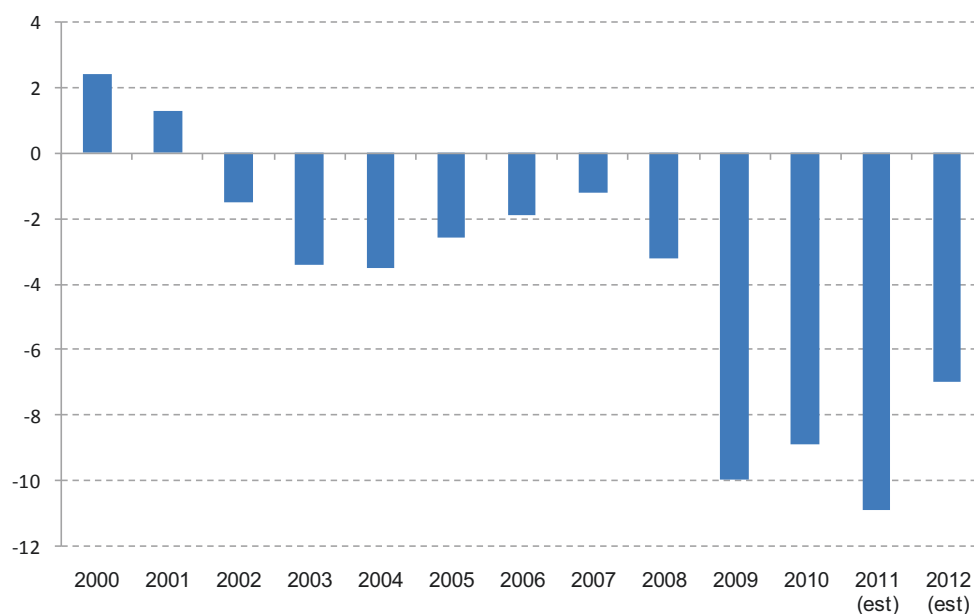
En EE.UU. la crisis financiera ha puesto al descubierto desafíos estructurales significativos. El impacto de la crisis ha sido muy diferente en los distintos sectores de esa economía. Los hogares y las instituciones financieras se encuentran en un proceso prolongado de desapalancamiento, mientras que las pequeñas empresas se enfrentan a ajustadas restricciones de crédito. En contraste, grandes corporaciones y el gobierno federal de los EE.UU. disfrutan de amplias condiciones de liquidez. En este contexto, los mayores problemas sin resolver son el sobreendeudamiento hipotecario y la creciente deuda pública.

Adicionalmente, la economía de EE.UU. ha estado enfrentando desde hace algún tiempo una presión a la baja en los salarios reales, que se deriva de la expansión de la economía China (especialmente del crecimiento de su fuerza laboral, con salarios bajos) y el uso de prácticas de *outsourcing* por parte de corporaciones estadounidenses. Estas presiones fueron compensadas, en años previos a la crisis financiera, por una fuerte expansión de la actividad en los sectores no transables y de mano de obra intensiva (como el sector de la construcción), impulsada por la burbuja inmobiliaria. Dado que la crisis financiera ha impactado directamente en estos sectores, la presión a la baja en los salarios reales ahora juega un rol significativo en explicar la debilidad del mercado laboral de Estados Unidos, a pesar de la recuperación en la actividad económica y en el patrimonio neto de los hogares.

Debido al estancamiento político en materia presupuestaria, en el futuro previsible la política macroeconómica de EE.UU. se basará sólo en la política monetaria. En efecto, en un contexto de desempleo persistente, lento crecimiento económico y altos niveles de endeudamiento -tanto en el sector público como privado- la política monetaria permanecerá acomodaticia, a menos que ocurran significativas sorpresas negativas en la inflación. Con todo, considerando que la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal (*Fed funds rate*) está en torno a cero, y que es poco probable que la “facilidad cuantitativa” que termina a fines de junio (QE2) se amplíe a una QE3, el margen para tornar aún más expansiva la política monetaria es muy reducido.

Por su parte, el déficit fiscal de EE.UU. como porcentaje del PIB, aumentó desde 2,5% en 2003-2007 a 10% en 2009, 8,9% en 2010 y se estima llegará a 10,9% en 2011. La deuda pública como porcentaje del PIB, creció desde 63% en 2003-2007 a 84% en 2009, 93% en 2010 y se estima llegará a 103% en 2011; esta última cifra es cercana al 110% que alcanzó la razón deuda pública/PIB en 1947, como consecuencia del financiamiento de la Segunda Guerra Mundial en el siglo pasado (Gráficos 1a y 1b).

GRÁFICO 1A
BALANCE FISCAL DE EE.UU.
(En porcentajes del PIB)



Fuente: US Office of Management and Budget, <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>

GRÁFICO 1B
DEUDA PÚBLICA DE EE.UU.
(Miles de millones de US\$ y % del PIB)



Fuente: US Office of Management and Budget, <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>

A diferencia de EE.UU., en 2010 Europa comenzó a revertir la expansividad de la política fiscal, inicialmente como consecuencia de las crisis fiscal y bancaria de Grecia, Irlanda y Portugal, y luego por una decisión, principalmente de Alemania e Inglaterra, encaminada a asegurar y consolidar la sustentabilidad de sus cuentas fiscales.

Como se mencionó, la política monetaria en EEUU. se ha caracterizado por mantener, desde diciembre de 2008, una *Fed funds rate* bajísima, entre 0% y 0.25%, la que ha ido acompañada, además, de una fortísima expansión de la liquidez de la Reserva Federal (programas de QE1 y QE2) (Gráfico 1c). El Banco Central Europeo (BCE), el de Inglaterra y el de Japón también se embarcaron en una política monetaria expansiva, aunque de una magnitud relativa menor a la de EE.UU.

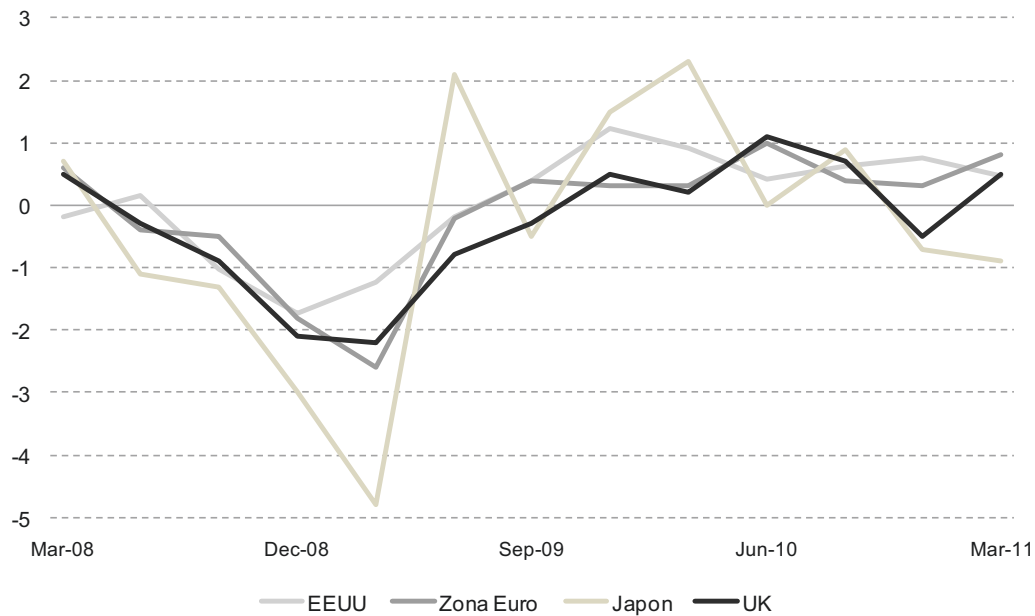
GRÁFICO 1C
EE.UU. TASA DE VARIACIÓN DE M1
(a/a, porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

La combinación de políticas monetarias y fiscales más expansivas en EE.UU que en los demás países desarrollados ha significado que, en términos relativos, EE.UU. está saliendo de la crisis de 2008-2009, coyunturalmente, con más rapidez y fuerza que la Eurozona, Inglaterra y Japón. (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
CRECIMIENTO DEL PIB PAÍSES DESARROLLADOS
(t/t, porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

Las mencionadas políticas fiscales y monetarias en EE.UU y en los demás países y regiones desarrollados, debieran reflejarse en una depreciación del dólar de EE.UU. frente al conjunto de las demás monedas. Efectivamente, en los últimos años el dólar estadounidense, en términos multilaterales reales, ha perdido valor, fenómeno que se ha acentuado en el pasado reciente (Gráfico 3).

GRÁFICO 3
TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL DE EE.UU.
(Índice)



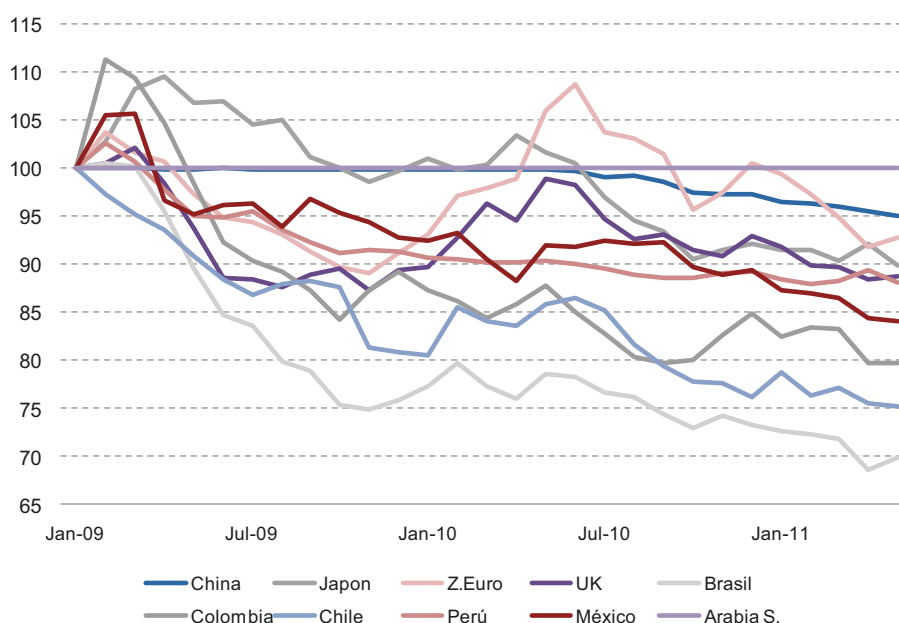
Fuente: US Federal Reserve, http://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/indexbc_m.htm

Ahora bien, desde el punto de vista global, considerando los saldos de las cuentas corrientes de las balanzas de pagos y la acumulación de reservas internacionales de China, Japón, Alemania y de los mayores países exportadores de petróleo, lo deseable sería que el dólar se devaluara, principalmente contra el renminbi, el yen, el euro y las monedas de los principales países exportadores de petróleo. Sin embargo, diversas situaciones han impedido que se produzca ese reequilibrio cambiario, que sería positivo para el mundo en su conjunto, y para Latinoamérica en particular.

De un lado, China, así como la mayor parte de los principales países exportadores de petróleo, tienen políticas cambiarias rígidas o semi-rígidas con relación al dólar de EE.UU., por lo que ese ajuste - la apreciación real de sus monedas frente el dólar estadounidense -, de producirse, sólo ocurriría en el mediano y largo plazo, por la vía de diferenciales de tasas de inflación. De otro lado, en el futuro previsible la situación de la Eurozona (con la excepción de Alemania) no permite una apreciación mayor del euro. Y, similarmente, Japón ha dado muestras de que, por debajo de 80 yenes por dólar, está dispuesto a intervenir con fuerza en el mercado cambiario para intentar evitar una apreciación mayor de su moneda.

Lo anterior se refleja en que la depreciación del dólar se ha manifestado, desde mediados de 2010, con particular fuerza sobre varios países emergentes que llevan a cabo una política cambiaria más libre. En la región destacan a este respecto Brasil (que acuñó el término “guerra de monedas”), Chile, Colombia, Perú y, en menor medida, México. (Gráfico 4).

GRÁFICO 4
TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(Moneda local por dólar, índice enero 2009=100)



Fuente: Bloomberg.

En consecuencia, las actuales políticas monetaria y fiscal en los países desarrollados, y especialmente en EE.UU., debieran afectar, desde dos ángulos, al manejo macroeconómico y al crecimiento en varios países de la región:

a) Frente a la referida “excesiva y desequilibrante” apreciación de sus monedas, y al daño que provoca a su sector de actividad transable internacionalmente, varios países de la región han aplicado medidas orientadas a intentar revertir, o al menos frenar dicha apreciación, causada más por el funcionamiento de la economía y los mercados cambiarios internacionales que por incrementos en la productividad de los sectores transables de sus economías.

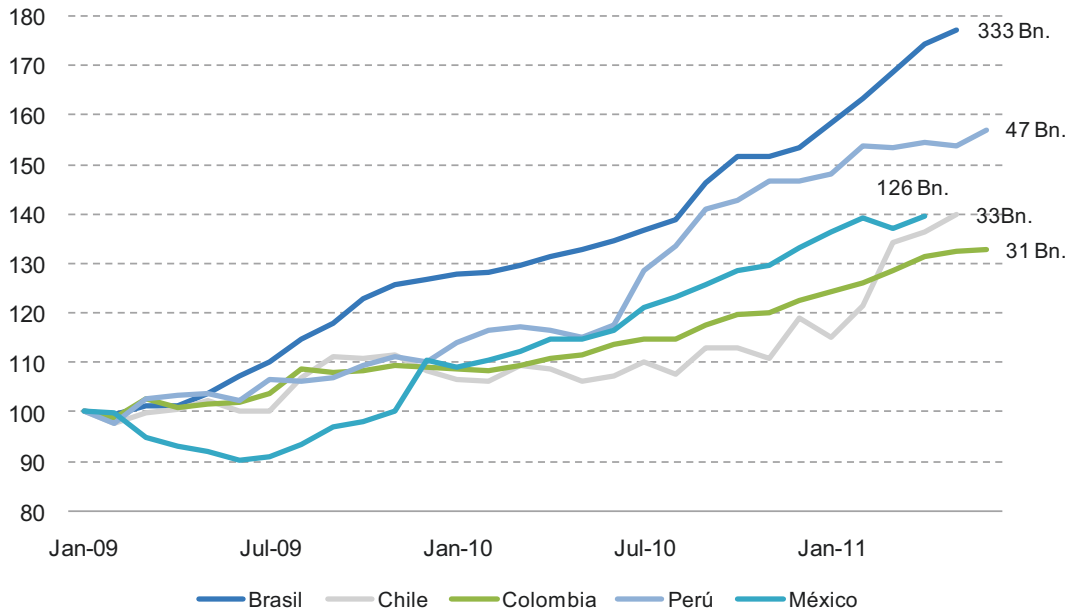
b) En la medida que los países receptores del exceso de liquidez internacional logren aminorar el efecto sobre la apreciación de sus monedas, corren el riesgo de incrementar excesivamente el crédito interno y/o los precios (burbujas) de sus activos, especialmente de aquellos no transables internacionalmente.

Para enfrentar estas dos situaciones -apreciación indeseada de sus monedas y/o un exceso de gasto interno, no sostenible- varios países se han embarcado en políticas de acumulación de reservas internacionales y han implementado regulaciones a los flujos de capitales de corto plazo, orientadas a reducir su rentabilidad. Adicionalmente, han tomado medidas macro-prudenciales, sobre todo para intentar aminorar el crecimiento excesivo del crédito interno. La rápida expansión de este último plantea la pregunta de si está destinado a la formación de capital y a proyectos productivos, a diferencia de impulsar un mayor consumo y el endeudamiento privado. Más aún, el crecimiento significativo del crédito genera preocupaciones acerca de la calidad en general de los nuevos préstamos, así como de su contribución a la formación de “burbujas” de precios de activos y a las presiones inflacionarias.

La excesiva liquidez internacional se manifestó con fuerza, sobre todo a partir de la implementación del QE2 por parte de EE.UU. a mediados de 2010. A partir de esa fecha, en Asia, Tailandia y Corea introdujeron y/o reintrodujeron medidas tributarias orientadas a restringir la entrada neta de capitales externos de corto plazo. En América Latina, Brasil ha sido muy activo a este respecto, seguido de Perú, a la vez que, junto a Colombia y, en 2011 Chile, han incrementado significativamente

su tenencia de reservas internacionales (Gráficos 5a y 5b). Adicionalmente Perú, y en menor medida Brasil, han aplicado medidas macro-prudenciales.

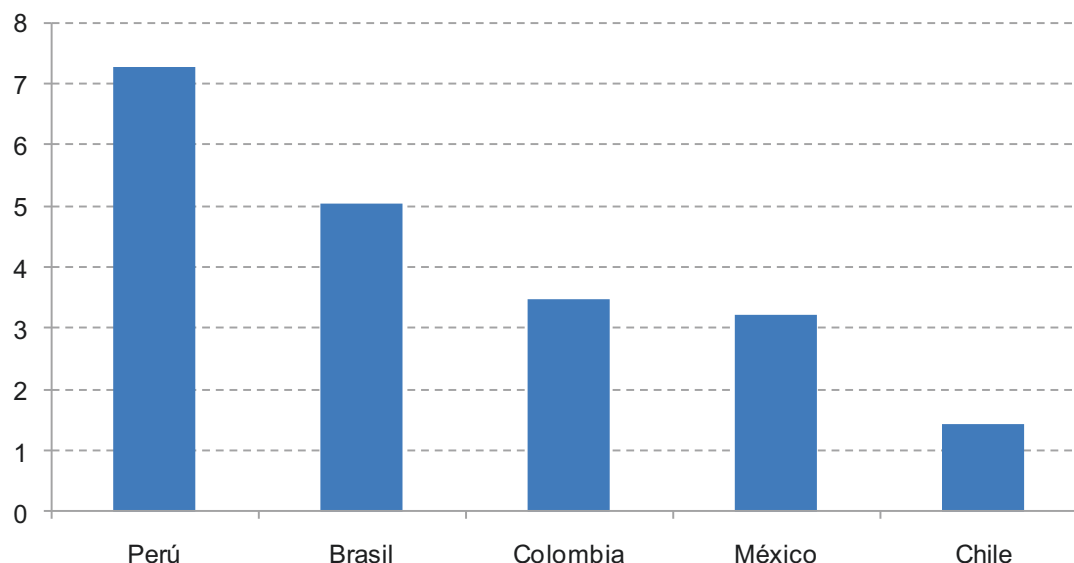
GRÁFICO 5A
RESERVAS INTERNACIONALES PAÍSES LATINOAMERICANOS
(Índice enero 2009=100)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 5B
RESERVAS INTERNACIONALES

(Porcentajes deuda externa de corto plazo, Dic-2010)



Fuentes: Banco Mundial y Bloomberg.

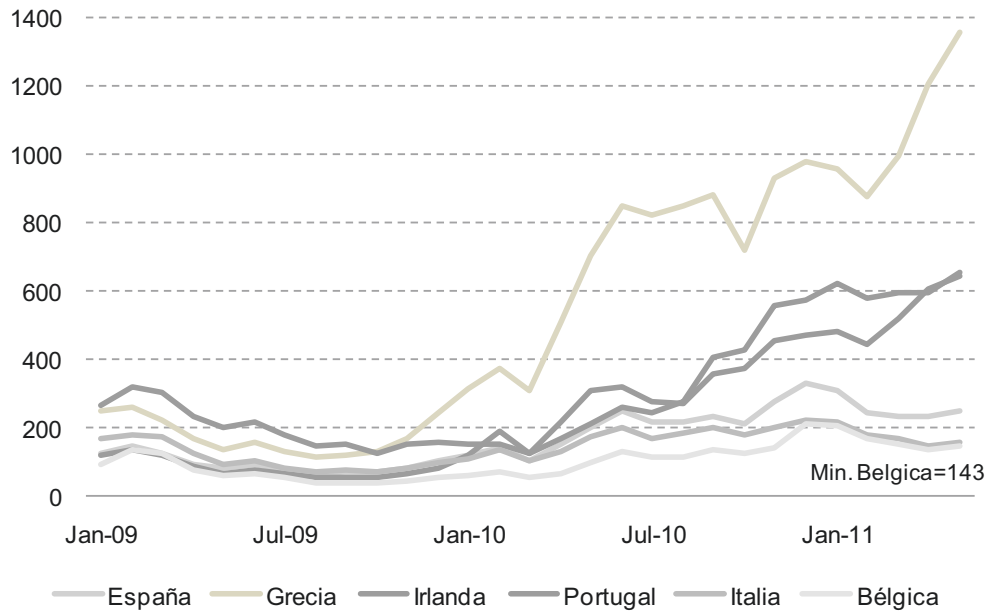
2. Crisis fiscales y bancarias en algunos países de la Eurozona

Hasta fines de 2009 los mercados financieros no distinguían en forma importante respecto del riesgo-país entre los países de la Eurozona. A fines de ese año, y especialmente durante el primer semestre de 2010, la crítica situación de las cuentas fiscales y de la solvencia bancaria en varios países de esa región cambió radicalmente esa percepción. Grecia, Irlanda y Portugal han sido los países más afectados, y han tenido que recurrir a la ayuda del BCE, de la CEE y del FMI. Ello ha llevado a que la Eurozona haya adoptado una combinación de políticas fiscales y monetarias muy distinta a la de EE.UU.: contracción fiscal e inicio de contracción monetaria. Algo similar ha ocurrido en Gran Bretaña.

A pesar de lo anterior, y del esfuerzo llevado a cabo por la UE, el BCE y el FMI, todavía los mercados financieros internacionales cuestionan fuertemente la capacidad de pago de los países más frágiles de la Eurozona, contribuyendo, en una especie de círculo vicioso, a que los esfuerzos por ajustar y reformar sus economías se traduzcan en mayores pagos de servicios financieros externos en lugar de mayor reactivación económica interna.

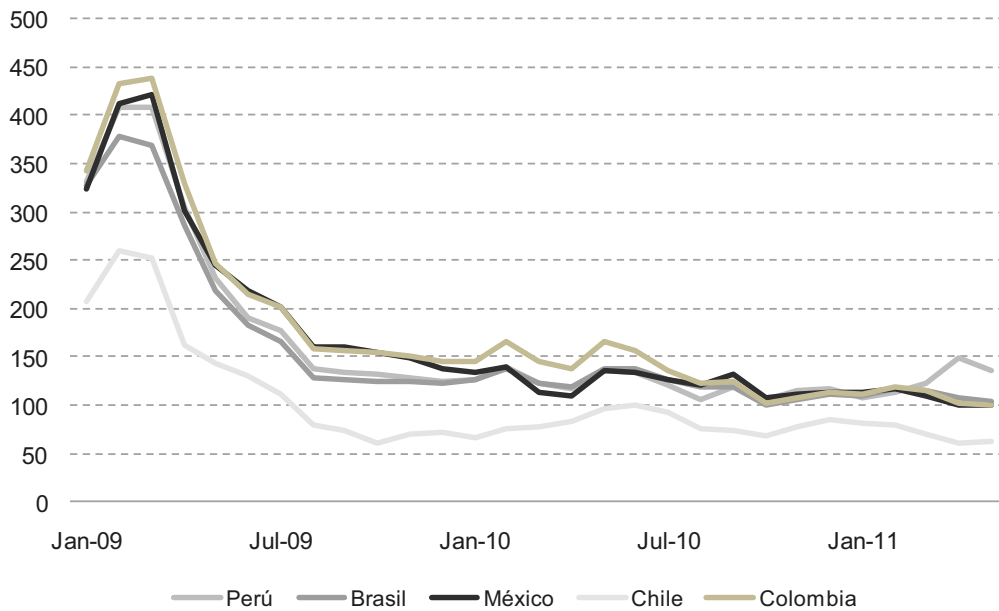
Lo anterior se ha reflejado en que, por primera vez desde que se llevan estadísticas sobre la materia, varios países de Latinoamérica registran indicadores de riesgo-país más bajos que varios de los países de la Eurozona (Gráficos 6a y 6b).

GRÁFICO 6A
PREMIOS CDS 5 AÑOS
(Países Eurozona)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 6B
PREMIOS CDS 5 AÑOS (PAÍSES LATINOAMERICANOS)



Fuente: Bloomberg.

Esta situación ha estimulado los flujos de capitales hacia países emergentes no europeos, entre ellos los latinoamericanos, que están viendo así amplificado el efecto descrito en el punto anterior, contribuyendo a hacer aún más exigente el manejo macroeconómico de aquellos países latinoamericanos con mayor integración a los mercados financieros internacionales.

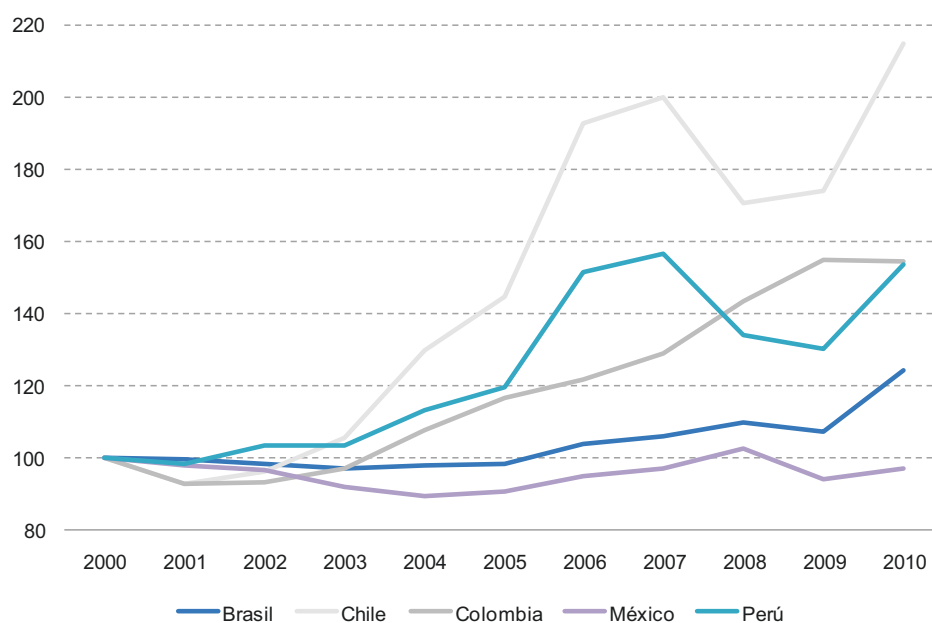
Cabe destacar que es muy poco probable que la actual estrategia de proveer asistencia financiera a cambio de ajuste fiscal en Grecia restablezca su crecimiento económico en el mediano plazo, en la medida en que la situación fiscal del país no se vuelva claramente sostenible desde la perspectiva de los mercados de capitales.

Si bien es probable que la actual estrategia posponga una resolución, finalmente la Eurozona enfrentará uno de dos posibles escenarios: 1) una reestructuración unilateral de la deuda en Grecia y muy probablemente en otras economías de la Eurozona (con o sin abandono del euro); o 2) un abierto rescate financiero de Grecia, y posiblemente de otros países afectados, por parte de los gobiernos de la Eurozona, del FMI y del BCE, que dé como resultado una reducción significativa de la deuda y un tratamiento favorable para los tenedores de bonos. Sin embargo, un manejo desordenado de la crisis de la deuda en la Eurozona puede traer severos efectos de contagio en América Latina, especialmente en vista de la gran presencia de bancos de capital extranjero en la región.

3. Mejoramiento de los términos de intercambio en la mayor parte de Latinoamérica

La respuesta de los países desarrollados a la crisis, así como el continuado “desacoplamiento” de los grandes países emergentes, ha significado un incremento del precio del petróleo en los mercados internacionales, el que se ha amplificado como consecuencia de la crisis política y social en países del Medio Oriente y del norte de África. Con excepción de Centroamérica y Chile, la mayor parte de la región es exportadora de petróleo. Adicionalmente, otros *commodities*, que conforman buena parte de la canasta exportadora de la mayor parte de la región, también han registrado un importante aumento de sus precios en los mercados internacionales (Gráfico 7).

GRÁFICO 7
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO PAÍSES LATINOAMERICANOS
(Índice 2000=100)



Fuente: The Institute of International Finance.

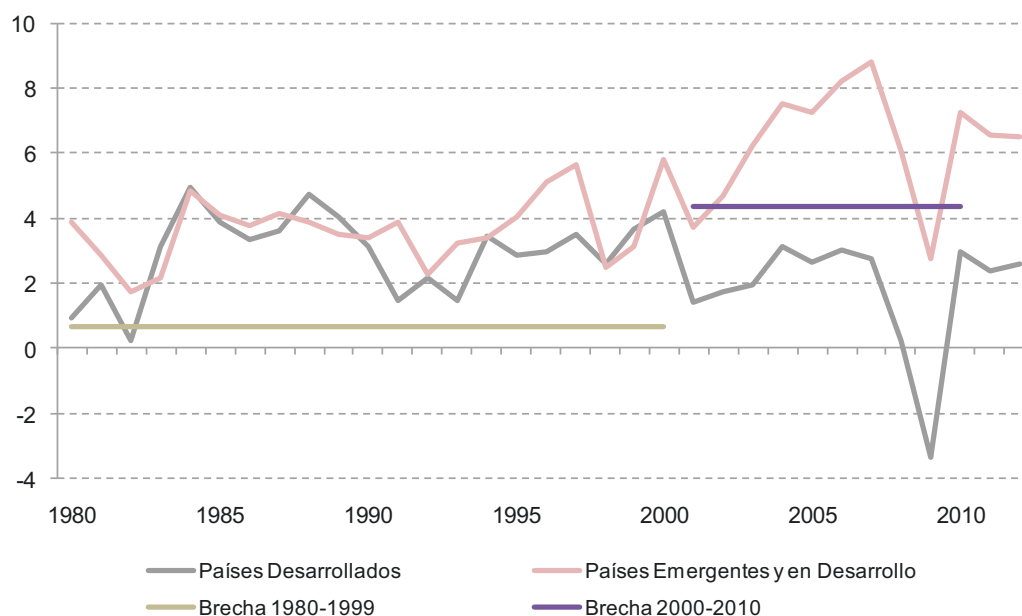
Este mejoramiento de los términos de intercambio ha significado un incremento del ingreso nacional (y generalmente del ingreso disponible), y/o una apreciación de las monedas domésticas en esos países.

Ambos efectos contribuyen a incentivar el aumento de la demanda interna, la inflación y/o a deteriorar la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que agrega exigencias para un adecuado manejo macroeconómico.

4. Países emergentes se desacoplan de los países desarrollados

Desde el año 2000 se viene observando un quiebre respecto de la correlación histórica, registrada hasta esa fecha, entre el ritmo de crecimiento del PIB de los países emergentes y el de los desarrollados (Gráfico 8). El crecimiento de China e India, y el dinamismo reciente mostrado por Indonesia, Brasil y otros países emergentes muy poblados y cada vez más integrados a la economía mundial, sugiere que los flujos de IED orientados hacia esos países se han basado en las mejores perspectivas que se perciben sobre su crecimiento económico de mediano y largo plazo.

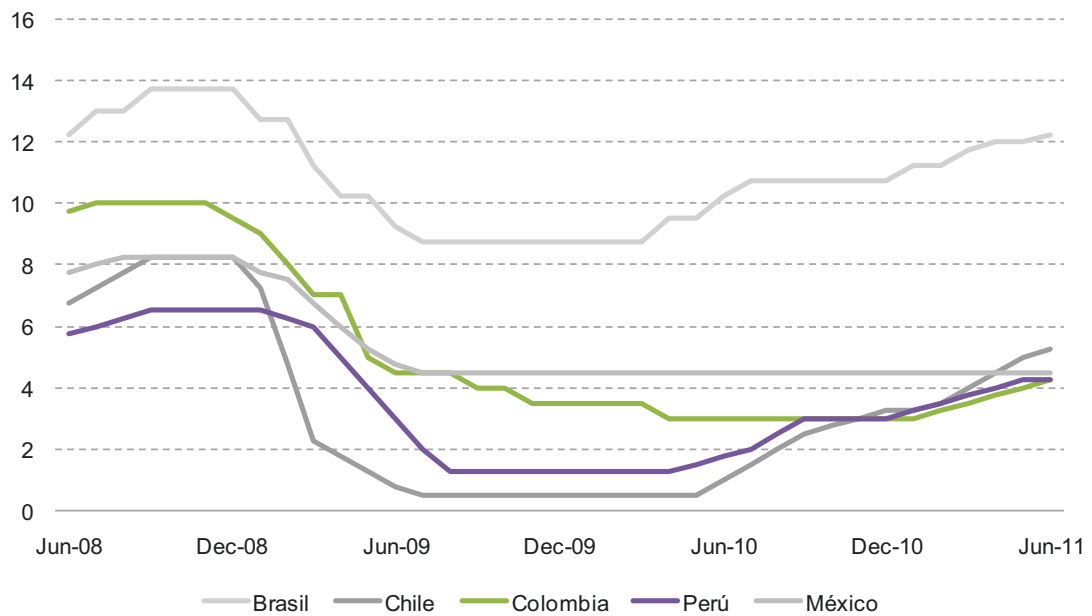
GRÁFICO 8
CRECIMIENTO DEL PIB Y BRECHA DE PAÍSES DESARROLLADOS Y EMERGENTES
(En porcentajes)



Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2011.

Junto a lo anterior, también han mejorado las perspectivas de rentabilidad financiera en dichos países. Desde una visión más coyuntural, en el futuro previsible dicha rentabilidad se ve elevada como consecuencia de la asimetría en el ciclo económico de los países desarrollados respecto del de los emergentes. Sin embargo, los tamaños de los mercados de capitales internos de los países emergentes, incluso de aquellos con un alto grado de integración a la economía internacional, son muchísimos más pequeños que el de los países desarrollados (Gráfico 9) y no guardan relación con los tamaños relativos de sus economías. En efecto, en 2010 la capitalización bursátil de los países emergentes representaba el 13% de la capitalización bursátil mundial, mientras que su PIB, a PPP, era del orden del 50%. En el caso de América Latina, aquel porcentaje no alcanzaba al 3%, mientras que su PIB superaba el 7% del PIB mundial.

GRÁFICO 10
TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN PAÍSES LATINOAMERICANOS
(En porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

El diferencial de tasas de interés de Latinoamérica con respecto a EE.UU. y Japón, e incluso el diferencial esperado respecto de la Eurozona y del Reino Unido, también contribuye a redireccionar flujos financieros hacia la región, incluyendo el carry trade.

B. Desafíos para el diseño y la implementación de la política macroeconómica en la región

Los cinco considerandos de la sección anterior implican desafíos significativos para la política macroeconómica en la región.

De un lado, ¿cómo lidiar con el sobrecalentamiento, mayores déficits en cuenta corriente de sus balances de pagos, significativas entradas de capitales financieros, presiones inflacionarias, burbujas de precios de activos y desalineamientos cambiarios?

De otro lado, con el término de QE2 en EEUU y considerando la difícil situación fiscal de ese país, tanto en términos de stock como de flujos, es muy probable que las tasas de interés -de largo plazo- aumenten en EE.UU., lo cual cambiaría drásticamente el contexto externo, teniendo la región, muy probablemente, que enfrentar una salida de capitales, tornándose más difícil un “aterrizaje suave”, es decir, una desaceleración económica ordenada y eficiente.

La creciente integración financiera de varios países de la región requiere ser considerada, al enfrentar los desafíos descritos. En efecto, ella es hoy en día una realidad que ofrece beneficios pero también impone restricciones.

Adicionalmente, en cada caso nacional se debe hacer una rigurosa evaluación sobre dos aspectos fundamentales, que condicionan el tipo de políticas a utilizar.

El primero dice relación con **los efectos que se intenta aminorar**. En la actual coyuntura estos son, principalmente, los siguientes:

- a) Reducir la volatilidad cambiaria, siendo necesario distinguir además entre la volatilidad del tipo de cambio nominal (TCN) y alguna definición pertinente para cada caso nacional del tipo de cambio real (TCR) más relevante.
- b) Reducir la tendencia a la apreciación de la moneda local, siendo necesario distinguir entre la apreciación nominal y real de dicha moneda.
- c) Reducir el excesivo crecimiento del crédito interno y/o de los precios de los activos.

El segundo aspecto que es necesario definir se refiere a ¿cuál es la **principal causa** que origina el efecto que se intenta aminorar? En la actual coyuntura cabe distinguir, principalmente, si es que el “exceso” de oferta de divisas se origina principalmente en:

- a) Mejoramiento coyuntural de los términos de intercambio, lo que implica una cuenta corriente de la balanza de pagos distorsionada; y
- b) Excesiva entrada de capitales, lo que implica una cuenta de capitales de la balanza de pagos distorsionada. Aquí cabría distinguir, a su vez, de un lado, entre capitales financieros o “reales” y, de otro lado, si la entrada de capitales es de corto o largo plazo.

C. Respuestas de la política macroeconómica en la región

A continuación se describen las opciones de política macroeconómica disponibles para hacer frente a los desafíos descritos en la sección anterior.

1. Política fiscal contractiva

Con posterioridad a la crisis financiera internacional, la mayor parte de los países de la región se embarcaron en políticas fiscales expansivas. Pasados los efectos de la crisis, se debe normalizar esa instancia de política.

En la medida que se asegure que el sector privado no desahorre, el ahorro fiscal es el principal instrumento macroeconómico que puede contribuir a reducir la apreciación real de la moneda local.

El otro tipo de medidas, que escapan al ámbito macroeconómico, son reformas orientadas a incrementar las ganancias de productividad y, por esa vía, sustentar mejoras en la competitividad.

Además de la política fiscal global, cabe considerar, cuando el exceso de oferta de divisas se debe a muy elevados precios internacionales de *commodities* de exportación, la incorporación de un impuesto (royalty) variable sobre las utilidades “excesivas” de las actividades exportadoras de *commodities*. Esta política, además de contribuir a enfrentar la coyuntura, es de carácter contra-cíclico, componente que se ha probado eficiente en aquellos países que lo utilizaron para enfrentar la crisis reciente. Cabe destacar que recientemente Gran Bretaña y Australia han anunciado un incremento en este tipo de impuestos y que, en África, un creciente número de países está orientado en la misma dirección, por lo que el temor de una eventual reasignación de inversiones en el sector de recursos naturales, hacia otros países, es bastante infundado.

Por último, si este ahorro fiscal extraordinario se mantiene en moneda extranjera, la política fiscal estará contribuyendo, adicionalmente, a reducir la presión a la apreciación de la moneda local.

La principal dificultad de la aplicación de la política fiscal como herramienta de control macroeconómico de corto plazo es que su implementación suele tomar bastante tiempo, considerando sus implicaciones políticas y la naturaleza misma de los cambios presupuestarios en el Estado.

2. Política monetaria contractiva

Las economías emergentes de mayor tamaño ya están embarcadas en retirar los estímulos monetarios implementados para enfrentar la crisis de 2008-2009. Lo mismo ha ocurrido, y lo más probables es que siga ocurriendo, en la mayor parte de Latinoamérica (siendo México la excepción en la región).

El principal problema de aplicar esta política es que contribuye a estimular la entrada de capitales y, por esa vía, a apreciar la moneda local. Esta situación ha estado ocurriendo en la región, especialmente en Brasil, y se ha intensificado en economías exportadoras de *commodities*, como Australia, cuya moneda se está apreciando, entre otros motivos, por el *carry trade* originado en Japón.

Considerando que el diferencial de tasas de interés de los países de la región con EE.UU. debiera incrementarse en el futuro cercano, y que los elevados precios internacionales de los *commodities* hacen poco probable una reversión brusca en los tipos de cambio de la región, la política monetaria contractiva, en la actual coyuntura, presenta el inconveniente que puede estimular el *carry trade* y con ello la apreciación de las monedas locales, sesgando la composición del crecimiento económico a favor de los sectores no transables de actividad, situación que no es deseable ni sostenible en el mediano plazo.

3. Acumulación de reservas internacionales

Esta política se justifica especialmente cuando el país presenta una condición inicial en que tiene un nivel de reservas internacionales menor al deseado. Este no es el caso de los países de la región aquí considerados, que ya poseen un elevado nivel de reservas con base en los estándares internacionales (por ejemplo, la regla Greenspan - Guidotti).

La acumulación de reservas internacionales, junto a reducir la apreciación de (o a depreciar) la moneda local, contribuye a aminorar la vulnerabilidad del país frente a posibles turbulencias internacionales y a amortiguar el efecto de una eventual reversión de flujos de capitales desde el país hacia el exterior (*sudden stops*).

Adicionalmente, esta política permite a la autoridad monetaria establecer, en caso de necesidad, líneas de liquidez en moneda extranjera al sistema financiero interno, por montos significativos y de manera oportuna y creíble, lo que contribuye a aminorar el impacto de shocks externos adversos.

El principal costo de esta política es que, en caso de no esterilizar su impacto monetario, presiona hacia una mayor inflación. Y si se esteriliza, genera un aumento en las tasas de interés doméstica que tiende a contrarrestar, por la vía de la entrada de capitales, el efecto de depreciar la moneda local.

Adicionalmente, en el caso de la esterilización, el Banco Central suele incurrir en un déficit (cuasi-fiscal) debido a que la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales en el exterior es menor que la de los pasivos que debe emitir domésticamente.

4. Incentivar la salida de capitales

Esta política se justifica especialmente cuando el país presenta una condición inicial en que tiene importantes restricciones a la salida de capitales. Este no es el caso de los países de la región aquí considerados, que en general han pasado por un largo período de liberalización de dicha salida, la que ha sido más intensiva en las partidas de la cuenta corriente que en la de capitales de sus balances de pagos. En consecuencia, el mayor impacto de esta política se daría mediante la liberalización de remesas de los activos de bancos y otros inversionistas institucionales, como fondos de pensiones, compañías de seguros y los fondos mutuos.

El principal problema de intentar incentivar este tipo de salida, es que ella debiera definirse, dada la importancia sistémica de los bancos y demás inversionistas institucionales, desde una perspectiva estratégica, con base en su aporte al ahorro interno y consideraciones de riesgo prudencial y de diversificación de cartera, y no en consideraciones cambiarias o cíclicas coyunturales y de corto plazo.

Adicional, y paradójicamente, en países con un alto grado de integración financiera internacional, este tipo de medidas suele generar, por la interpretación que de ellas hace el mercado, mayores ingresos de capitales, debido a la mayor confianza que generan, desvirtuando así parte del efecto buscado.

5. Regular la entrada de capitales

Esta política se justifica especialmente cuando las cuatro políticas anteriores, más tradicionales, no puedan aplicarse en la magnitud y/o velocidad requerida.

Ello puede deberse a que las condiciones iniciales no son las adecuadas, por ejemplo, cuando el país tiene una deuda pública muy baja, una moneda local apreciada en términos reales, un elevado nivel de reservas internacionales y/o una cuenta de capitales muy abierta.

También puede deberse a dificultades políticas o de oportunidad (política fiscal), al efecto indeseado sobre el tipo de cambio (política monetaria), al efecto sobre una mayor inflación o déficit cuasi-fiscal (política de reservas internacionales), o debido a consideraciones prudenciales (política de salida de capitales).

Lo señalado en los párrafos anteriores es la realidad actual de la mayor parte de los países latinoamericanos que poseen un importante grado de integración financiera externa. En esos casos no están disponibles las medidas macroeconómicas de tipo “first best”; y es en esos casos cuando regular (desincentivando) la entrada de capitales -medida orientada a frenar el monto, la velocidad y/o la composición de esos flujos financieros de corto plazo (incluido el carry trade)- se constituye en una opción realista y pragmática para reducir los efectos indeseados de un excesivo flujo de divisas de corto plazo.

En varios países de la región, la política monetaria (cuando la política cambiaria tiene un alto grado de flexibilidad), aun cuando no se explicita de esta manera, tiene dos objetivos: el control de la inflación y contribuir a que el TCR sea competitivo. La regulación del flujo de capitales puede concebirse e interpretarse como un segundo instrumento del que dispone la autoridad, junto al manejo de la tasa de interés, para la formulación e implementación eficaz de una política orientada al logro de esos dos objetivos.

El tipo específico de medidas suele distinguir entre los flujos que se desea gravar -préstamos bancarios, bonos y/o acciones emitidos en el exterior e IED- y pueden ser más o menos “amigables” hacia el mercado. Dichas medidas incluyen, entre otras, impuestos (de responsabilidad de la autoridad fiscal) o encajes (de responsabilidad de la autoridad monetaria) a la entrada de capitales. Estos impuestos

y/o encajes pueden ser variables -en función del diferencial deseado entre las tasas de interés externas e internas- y diseñados en función del plazo de permanencia de dichos flujos.

Considerando países con un alto grado de integración financiera con los mercados internacionales, la principal limitación de esta política es la posibilidad de evasión, por la vía de una ingeniería financiera “creativa”, diseñada con ese propósito. Es por ello que, para minimizar dicha limitación, se requiere de una sólida capacidad institucional y técnica al formular e implementar este tipo de medidas. Otra posible limitación, a nivel regional más que nacional, es que la adopción de controles de capital puede desplazar las presiones a la apreciación de las monedas domésticas hacia países vecinos. Sin embargo, cabe señalar que una crítica que usualmente se plantea respecto de la regulación al flujo de capitales externos, consistente en que les quitaría financiamiento a las pequeñas y medianas empresas, desconoce que dichas empresas están, en la práctica, independientemente de las políticas frente a aquellos flujos, marginadas de dicho financiamiento.

6. Medidas macro-prudenciales

Las políticas macro prudenciales buscan preservar la estabilidad financiera, identificando vulnerabilidades de ese sector, gatillando acciones regulatorias y de política oportunamente, de manera de reducir el riesgo financiero sistémico.

Estas medidas, que adquirieron relevancia luego de la crisis internacional de 2008 y 2009, se orientan a enfrentar el efecto de los excesivos flujos de capitales sobre la aceleración del crédito bancario y el consiguiente excesivo endeudamiento interno, así como sobre los precios de los activos, desalineándolos (burbujas) de sus fundamentales.

Un primer indicador a seguir es la fase del ciclo económico y, más específicamente, el vínculo del ciclo del crédito con el de los precios de los activos. Ello se debe a la alta correlación que existe entre la fase expansiva (contractiva) del ciclo con (i) los precios de activos “excesivamente” altos (bajos), y (ii) con las bajas (altas) mediciones y evaluaciones de riesgo por parte de los mercados, lo que tiende a amplificar el ciclo como consecuencia del comportamiento endógeno de los agentes económicos. Adicionalmente, la experiencia ha mostrado que durante la expansión (contracción), tanto las instituciones como los instrumentos financieros parecen más seguros (riesgosos) de lo que realmente son.

A este respecto, la regulación macro-prudencial considera la adopción de límites explícitos al crecimiento del crédito bancario (por ejemplo, un objetivo máximo aplicable al incremento anual de los activos bancarios, implementado a nivel del banco). Este instrumento puede ser altamente efectivo en prevenir el crecimiento excesivo del crédito, y alinear el crecimiento de los activos bancarios con los objetivos macroeconómicos, así como con la capacidad de los bancos para manejar el mayor riesgo asociado con una rápida expansión de sus balances.

Asimismo, la regulación macro-prudencial considera la adopción de regulaciones diseñadas a limitar el tamaño de las actividades fuera del balance general de los bancos, especialmente importante en aquellos países en donde la habilidad para supervisar de forma adecuada el riesgo es todavía insuficiente.

Adicionalmente, la regulación macro-prudencial se concentra en que tanto los requerimientos de capital (que cubren pérdidas no esperadas) como las provisiones (que cubren pérdidas esperadas) de las instituciones financieras tengan un componente anticíclico.

Con relación a las provisiones bancarias, considerando que en muchas ocasiones los riesgos tienden a incrementarse sin ser detectados durante las expansiones, y luego se materializan en las contracciones del ciclo, se trata de introducir provisiones ex ante, adelantadas (*forward-looking*), al momento de otorgarse el préstamo; estas provisiones “dinámicas” actúan como estabilizadores automáticos y contribuyen a mitigar la prociclicidad de las provisiones estándares.

Los requerimientos de capital de los bancos debieran vincularse, de un lado, con el crecimiento del crédito bancario (comparando el incremento efectivo de dicho crédito con algún valor coherente con la meta de inflación o alguna otra “ancla” o meta macroeconómica).

De otro lado, cuando se tiene claridad sobre el tipo de activos cuyos precios se estiman desalineados, y cuya reversión puede poner en peligro la estabilidad del sistema financiero, la política macro-prudencial toma la forma de exigir diferenciadamente más requerimientos de capital para propósitos de ponderación de activos por riesgo, por ejemplo, a

- i. actividades financieras (exigiéndose más capital en actividades de riesgo propietario y operaciones fuera de balance, que tienden a ser pro cíclicas);
- ii. sectores prestatarios (el sector inmobiliario es el más probable que genere burbujas de precios); y/o
- iii. prestatarios directos (reduciendo las razones de máximos ratios de LTV (*loan to value*) en préstamos hipotecarios, ya sean estos comerciales o habitacionales.

A medida que un país se integra a la economía internacional, los influjos financieros de corto plazo no siempre son intermediados por el sistema bancario, sobre todo cuando se han fortalecido las regulaciones en dicho sistema, trasladándose la entrada de capitales a mercados no financieros y de capital, reflejándose como deuda externa directa en sectores no bancarios. Así, aun cuando los intermediarios financieros domésticos pueden no mostrar un alto endeudamiento externo ni un rápido crecimiento del crédito, el gasto interno igual puede crecer excesivamente, y con él incrementarse el precio de los activos y/o deteriorarse el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Cuando la fase expansiva del ciclo termina, y los influjos de capital son sustituidos por salidas de capital, la devaluación de la moneda local afecta la capacidad de los deudores de los bancos para servir su deuda bancaria.

En esos casos, incluso cuando los intermediarios financieros no fueron quienes directamente se endeudaron externamente, y no aparecen teniendo directamente un descalce de monedas entre sus activos y pasivos, una devaluación significativa de la moneda puede y suele tener un impacto sobre la estabilidad y solvencia del sistema financiero. La experiencia indica que lo anterior ocurre especialmente cuando los deudores domésticos son productores de bienes y servicios no transables y tienen deudas con el sistema bancario en moneda extranjera.

Para minimizar este efecto, la regulación macro-prudencial debe incorporar, además de un límite al descalce de plazos, uno al descalce en moneda extranjera de los intermediarios financieros, el que debe incluir la sensibilidad de los deudores de los bancos a cambios bruscos en el tipo de cambio.

Conclusiones

Los principales desarrollos recientes de la economía internacional -políticas monetaria y fiscal en EEUU muy expansivas, crisis fiscales y bancarias en varios países de la Eurozona, países emergentes desacoplándose de los países desarrollados y elevados términos de intercambio de los países latinoamericanos, los cuales deben continuar moderando su demanda interna- impactan sobre la capacidad de los países de la región para diseñar e implementar adecuadas y oportunas políticas macroeconómicas.

En efecto, el actual grado de integración de varios países de la región a los mercados financieros internacionales, implica desafíos significativos para su política macroeconómica.

De un lado, ¿cómo lidiar con el sobrecalentamiento de sus economías, mayores déficits en cuenta corriente de sus balances de pagos, significativas entradas de capitales financieros, presiones inflacionarias, burbujas de precios de activos y desalineamientos cambiarios (apreciación de las monedas domésticas)?

De otro lado, con el término de QE2 en EEUU y con el deterioro de sus cuentas fiscales, es muy probable que las tasas de interés aumenten en EE.UU. Ello cambiaría drásticamente el actual contexto externo, teniendo muy probablemente los países de la región que enfrentar una salida de capitales, tornándose más difícil un “aterrizaje suave”, es decir, una desaceleración económica ordenada y eficiente.

En ese escenario, una adecuada y oportuna política macroeconómica requiere aclarar dos puntos previos:

1) ¿Qué efectos se intentan aminorar? ¿Reducir la volatilidad cambiaria: nominal o real?; ¿reducir la apreciación de la moneda local: nominal o real?; y/o ¿reducir el excesivo crecimiento del crédito interno y/o de los precios de los activos?

2) ¿Cuál es la principal causa que origina el “exceso” de oferta de divisas? ¿Un mejoramiento coyuntural de los términos de intercambio (cuenta corriente de la balanza de pagos distorsionada)? y/o una excesiva entrada de capitales (cuenta de capitales de la balanza de pagos distorsionada). Con relación a esta última, cabría distinguir entre capitales financieros o “reales”, así como si la entrada de capitales es de corto o largo plazo.

Las opciones de política macroeconómica son las cinco siguientes:

1. Política fiscal contractiva
2. Política monetaria contractiva
3. Acumulación de reservas internacionales
4. Incentivar la salida de capitales
5. Desincentivar la entrada de capitales
6. Políticas Macro-Prudenciales

Las condiciones existentes en la mayor parte de los países de la región con un cierto grado de participación en los mercados financieros internacionales sugieren que las dos políticas que debieran tener prioridad en la actual coyuntura son la 5) y la 6).



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

macroeconomía del desarrollo

Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

www.cepal.org/publicaciones

114. La integración a los mercados financieros internacionales: consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento, Roberto Zahler (LC/L.3362), 2011.
113. Evaluando la equidad vertical y horizontal en el impuesto al valor agregado y el impuesto a la renta: el impacto de reformas tributarias potenciales. Los casos del Ecuador, Guatemala y el Paraguay, Michel Jorratt (LC/L.3347), 2011.
112. Macroeconomic challenges of fiscal decentralization in Latin America in the aftermath of the global financial crisis, Teresa Ter-Minassian y Juan Pablo Jiménez (LC/L.3337), 2011.
111. El financiamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: un análisis de casos, Juan Carlos Gómez Sabaini y Juan Pablo Jiménez (LC/L.3336), 2011.
110. La calidad del empleo en América Latina, Jürgen Weller y Claudia Roethlisberger (LC/L.3320 -P), N° de venta: S.11.II.G.39 (US\$10.00), 2011.
109. Trayectorias laborales de los jóvenes en Argentina: ¿Dificultades en el mercado de trabajo o carrera laboral ascendente?, Roxana Maurizio (LC/L.3302 -P), N° de venta: S.11.II.G.24 (US\$10.00), 2011.
108. Latin-STINGS: indicadores de crecimiento a corto plazo de los países de América Latina, Máximo Camacho y Gabriel Perez Quirós (LC/L.3292-P), N° de venta: S.11.II.G.14 (US\$10.00), 2011.
107. Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo, Sandra Manuelito y Luis Felipe Jiménez (LC/L.3270-P), N° de venta: S.10.II.G.76 (US\$10.00), 2010.
106. Estimación del crecimiento potencial de América Latina, Claudio Aravena (LC/L.3269-P), N° de venta: S.10.II.G.75 (US\$10.00), 2010.
105. La variabilidad y la persistencia de los precios reales de los principales productos básicos de exportación de los países latinoamericanos, Omar D. Bello, Fernando Cantú, Rodrigo Heresi (LC/L.3258-P), N° de venta: S.10.II.G.63, (US\$10.00), 2010.
104. Enfoque de género en las instituciones laborales y las políticas del mercado de trabajo en América Latina, Roxana Maurizio (LC/L.3230-P), N° de venta: S.10.II.G.34 (US\$10.00), 2010.
103. Papel de los sindicatos y la negociación colectiva y su impacto en la eficiencia y la equidad del mercado de trabajo, Patricio Frías Fernández (LC/L.3210-P), N° de venta: S.10.II.G.24 (US\$10.00), 2010.
102. Sobre la evolución del gasto público social en América Latina y su papel para la estabilización económica, Ramiro Ruiz del Castillo (LC/L.3208-P), N° de venta: S.10.II.G.22 (US\$10.00), 2010.

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: publications@cepal.org.

Nombre:

Actividad:

Dirección:

Código postal, ciudad, país:

Tel.:.....Fax:.....E.mail:.....