

**Latin American Shadow Financial Regulatory Committee
Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**

**Declaración No. 18
Mayo 21, 2008
Washington DC, USA**

**Navegando en aguas tormentosas:
La Respuesta de América Latina a la Crisis Financiera
Internacional y a la Crisis de Precios de los Alimentos**

I. Introducción

Desde mediados del año 2007, diversos *shocks* han afectado a la economía mundial, cuestionando las oportunidades para el crecimiento y la estabilidad mundial. Hasta hace poco, la mayoría de las economías latinoamericanas parecían ser bastante inmunes a los efectos de estos *shocks*, especialmente al impacto de la crisis financiera internacional detonada por la crisis del mercado de hipotecas *sub-prime* estadounidense. Esto se debe a las diversas razones, explicadas a continuación.

En primer lugar, el efecto de contagio directo hacia los mercados financieros de América Latina ha sido extremadamente limitado. Por ejemplo, los precios de los bonos soberanos se han mantenido estables, los mercados locales de valores han alcanzado un nuevo pico en términos de dólares americanos (para abril del año 2008, el índice MSCI de Latinoamérica creció en más de 40% en relación a su correspondiente valor del año pasado) y no han aparecido signos de una fragilidad financiera sistémica en la región. Los bancos han permanecido bien capitalizados y con amplios niveles de liquidez. En gran medida, estos desarrollos reflejan que: (a) los mercados de capitales domésticos no admiten las operaciones a gran escala de los productos estructurados más sofisticados; y (b) el estricto marco regulatorio en la mayoría de países de la región ha limitado las actividades de inversión de los bancos y fondos de pensiones. Además, las políticas macroeconómicas se han fortalecido en la mayoría de países, reflejando una mejora en los balances fiscales y una significativa acumulación de reservas internacionales.

En segundo lugar, la mayoría de países de la región se han beneficiado de la mejora en los términos de intercambio. En parte, la continua depreciación del dólar estadounidense, agravada por la crisis *sub-prime*, creó incentivos en los inversionistas para cubrirse frente a la debilidad del dólar con inversiones en materias primas (petróleo y gas, metales y

minerales). En efecto, con la excepción de Centroamérica y el Caribe, el resto de países en la región parecen ser ganadores netos.

En tercer lugar, y relacionado con lo anterior, los esfuerzos concertados por las autoridades estadounidenses para prevenir una crisis bancaria sistémica han reducido la probabilidad de una recesión profunda y prolongada en los Estados Unidos. A pesar de que la posibilidad de este escenario, extremadamente negativo, no puede descartarse en estos momentos, las caídas potenciales en la demanda estadounidense por exportaciones latinoamericanas parecen estar contenidas y, ciertamente, no son tan grandes como para inducir una desaceleración importante en la región. Las proyecciones más recientes del Fondo Monetario Internacional apoyan este escenario: mientras que predice que la economía estadounidense crecerá solo 0.5 por ciento en el año 2008 (frente a 2.2 por ciento en el 2007), el crecimiento económico de América Latina se proyecta alcanzará un 4.4 por ciento, lo cual constituye una caída, importante pero no tendencialmente determinante, respecto a la tasa de crecimiento económico de 5.8 por ciento alcanzada en el 2007.

Sin embargo, desde mediados del 2007 estas perspectivas positivas han estado afectadas por las crecientes presiones inflacionarias y, en particular, por el fuerte incremento de los precios de los alimentos. La inflación alimentaria trae consigo ciertas implicaciones económicas y sociales para la región. Económicamente, cuando se combinan con el incremento más dramático de los precios del petróleo, ejerce presiones en la inflación doméstica y plantea nuevos retos para las políticas monetarias y cambiarias. En términos sociales, la inflación está imponiendo una carga pesada en aquellos segmentos de la población en los que los alimentos constituyen una gran proporción de su canasta de consumo: los pobres urbanos y algunos segmentos rurales.

Estos desarrollos han expuesto el *talón de Aquiles* del desempeño de la economía latinoamericana: en varios países el crecimiento económico no ha estado acompañado por la confianza del público en la democracia e instituciones y políticas basadas en el mercado. Para la sostenibilidad del éxito de la región, alcanzado hasta el momento, es esencial que la región esta enfrente los problemas de legitimidad social y trate con la inflación alimentaria.

Asimismo, las perspectivas a mediano plazo de la región también pueden afectarse por la actuación de la política monetaria estadounidense en el futuro, en particular, por la respuesta potencial de la política monetaria de Estados Unidos frente a la creciente inflación.

II. La reciente aceleración de la inflación alimentaria y energética: ¿como ocurrió?

Existen dos explicaciones distintas pero mutuamente excluyentes para la crisis de precios de los alimentos y energía actual. Una explicación se basa en el incremento de la demanda de alimentos y de energía proveniente del notable crecimiento de algunas economías en desarrollo y emergentes, tales como China e India, y en la redirección del uso de la tierra hacia cultivos orientados a la producción de biocombustibles. Esta

explicación, la cual se concentra en temas estructurales que afectan la demanda y oferta de los alimentos y energía, tiende a ver a la inflación esencialmente como el resultado de cambios en los precios relativos, los cuales probablemente persistan.

Una segunda explicación, que ha recibido menos atención, se sustenta en causas monetarias y apunta a un incremento en la inflación mundial, promovido por factores relativos a la demanda y oferta de dinero. En cuanto a la demanda, existe una preocupación de que la acumulación de reservas internacionales de las economías emergentes se revierta e intenten utilizar estas reservas para adquirir, por ejemplo, activos más riesgosos a través del uso de Fondos Soberanos. De esta manera, si este cambio de la cartera no es acompañado por un incremento de las tasas de interés de los bancos centrales de los países industriales, se generará un aumento en los agregados monetarios y, por consiguiente, en los precios nominales. Este efecto inflacionario es probable que sea más agudo en Estados Unidos dado que originalmente las reservas internacionales tienen un mayor componente en dólares estadounidenses. Casualmente, esto podría ayudar a racionalizar la devaluación de las reservas en dólares frente a las reservas en otras monedas. Los Fondos Soberanos permitirían este cambio en la cartera pues parte de sus fondos provienen de la tenencia de reservas internacionales. Actualmente, los fondos soberanos alcanzan los USD 4 trillones y pueden duplicarse fácilmente en los próximos años.

En lo referente a la oferta monetaria, las preocupaciones están relacionadas con las respuestas de los bancos centrales de los países industriales a la crisis financiera asociada a la crisis de hipotecas *sub-prime*. Tal respuesta resultó en la absorción de un amplio rango de activos por los bancos centrales a cambio de liquidez.

A pesar de que el Comité reconoce la importancia de los factores estructurales en la explicación del incremento del precio de las materias primas desde el 2002, este cree que la explicación monetaria tiene la virtud de tomar en cuenta la aceleración del aumento de precios que se dio desde el inicio de la crisis *sub-prime*. Esta aceleración ha sido agravada por la reacción de algunos países al incremento del precio de las materias primas a través de prohibiciones y restricciones a las exportaciones. **Este Comité cree que, dada la coyuntura actual, la aceleración de la inflación alimentaria y energética es la que representa el reto más significativo para los hacedores de política en América Latina.**

Mientras que una explicación monetaria se centra esencialmente en el cambio de precios absolutos, también contempla la posibilidad de un incremento transitorio en los precios relativos. Un aumento de la inflación, con mayor precisión, en sus etapas tempranas tiende a manifestarse como un proceso no uniforme. En particular, los precios de las materias primas reaccionan más rápidamente que los salarios y los precios de los servicios producidos localmente. De esta manera, en el corto plazo, el alza en la tasa de inflación trae consigo un incremento en el precio de las materias primas frente a los precios menos flexibles de la economía. Cabe notar que la explicación monetaria implica que en el largo plazo no habrá un cambio importante en los precios relativos. En consecuencia, el episodio completo puede parecerse a una burbuja de precios.

Asimismo, el incremento en los precios de las materias primas se convierte en el indicador líder de una inflación generalizada futura. Por consiguiente, **el Comité cree que no puede descartarse un escenario futuro, en el que la Reserva Federal de Estados Unidos se encuentre inducida a implementar un fuerte ajuste monetario.**

Estas explicaciones estructurales y monetarias requieren diferentes respuestas de políticas, tal como se discutirá en la siguiente sección.

III. El impacto en América Latina y la respuesta de política

Los recientes incrementos de los precios internacionales de los alimentos y energía han afectado a las tasas de inflación de la mayoría de países latinoamericanos. Algunos países en la región están sobrepasando sus niveles de metas de inflación. Por ejemplo, la inflación en Perú está actualmente alrededor de 5% anual comparado con una meta de 2% mientras que en Chile la inflación anual excede el 8% en relación a una meta de 2% - 4% y en Uruguay la inflación anual se acerca al 10% en comparación a una meta de 4% - 6%. Sin embargo, cuando se quitan los efectos de los precios de los alimentos y de energía, la inflación subyacente ha permanecido relativamente controlada en la región. Bajo la interpretación monetaria, esto último puede reflejar simplemente las diferencias en las velocidades de ajustes en los precios de las materias primas comparados con los de los salarios y precios domésticos.

Además, el incremento agudo en los precios de las materias primas ha tenido un fuerte impacto en los términos de intercambio de la región y, en consecuencia, en la demanda agregada y en el tipo de cambio real de equilibrio. Para el grupo de países que son exportadores netos de materias primas (principalmente Sudamérica y México), el *shock* en los términos de intercambio ha sido positivo, incentivando el gasto agregado. Aunque suavizado por la apreciación nominal de las monedas nacionales, el aumento en el gasto ha contribuido a las presiones inflacionarias ya afectadas por el incremento de los precios de los alimentos y energía. En el caso de los países importadores netos de materias primas (principalmente Centroamérica y el Caribe), el *shock* en los términos de intercambio ha sido negativo en un contexto de cuentas corrientes y posiciones fiscales frágiles.

III.1 Política monetaria

Implícitamente, varios bancos centrales en la región han operado bajo el supuesto de que la aceleración actual del precio de las materias primas está explicada principalmente por los cambios estructurales mencionados anteriormente en lugar de un fenómeno monetario, tal como la reciente inyección de liquidez por la Reserva Federal de Estados Unidos o el traslado de los activos financieros denominados en dólares estadounidenses hacia activos reales por parte de los Fondos Soberanos.

A pesar de que en la mayoría de países, los bancos centrales están comprometidos con la estabilidad de precios, el diagnóstico de que los incrementos recientes de precios reflejan

mayormente *shocks* mundiales de demanda y oferta de los alimentos y energía, más que factores monetarios, explica porqué la respuesta de la política monetaria ha sido relativamente suave, permitiendo que el nivel de precios absorba el cambio en los precios de los alimentos y energía.

El Comité cree que, bajo el supuesto de que los *shocks* a los precios relativos son dominantes, tal respuesta de política es deseable en los países que poseen regímenes monetarios creíbles y tienen una fuerte y larga reputación combatiendo la inflación. En tales casos, una política monetaria restrictiva sería costosamente innecesaria pues forzaría una deflación en otros precios de bienes para prevenir un incremento en el nivel general de precios. En contraste, **donde el compromiso de las autoridades monetarias con la estabilidad de precios carece de credibilidad, el Comité cree que tal respuesta de política podría incrementar las expectativas inflacionarias desatando potencialmente una dinámica peligrosa de precios. En este último caso, una política monetaria restrictiva es necesaria para anclar las expectativas y preservar la estabilidad de precios obtenida con gran esfuerzo en los últimos años.**

En el caso de que los factores monetarios sean las fuerzas dominantes detrás del incremento agudo de los precios de los alimentos y energía, entonces **el Comité cree que la respuesta de política debe ser distinta. En este caso, los precios nominales de los alimentos y energía deben ser neutralizados en mayor medida permitiendo una apreciación nominal de la moneda nacional.** Esta política no debiera resultar en un cambio importante en el tipo de cambio real de largo plazo.

La posibilidad de un futuro incremento agudo en la tasa de interés estadounidense no debe descartarse y constituye una fuente de preocupación para el Comité. Por ello, **el Comité recomienda que los bancos centrales tomen medidas preventivas, tales como desarrollar líneas de crédito contingentes y acumular más reservas internacionales** (idealmente a través de superávit fiscales y no a través de intervenciones esterilizadas).¹ Asimismo, los bancos centrales deberían pasar por “ejercicios de crisis” para discutir estrategias para la utilización eficiente de la liquidez internacional (incluyendo las reservas internacionales), asegurando que la liquidez de los bancos centrales sea provista adecuadamente a través del sistema financiera a los sectores críticos sin crear incentivos excesivos de riesgo moral. Adicionalmente, **el Comité recomienda seguir políticas que consideren la restricción eventual de la política monetaria estadounidense. Como ejemplo están las políticas de gasto público contra cíclico y requerimientos regulatorios prudenciales y contra cíclicos.**

III.2 Políticas de superación de la pobreza

El incremento del precio de los alimentos y del petróleo está teniendo un impacto significativo en el ingreso real de los pobres en América Latina, así como en las clases medias, en distintos grados. Estas diferencias también están relacionadas si los países son exportadores o importadores netos, tal como se muestra en la siguiente matriz.

¹ La Declaración de CLAAF No. 16 desarrolla en detalle las recomendaciones del Comité respecto al desarrollo de líneas contingentes de crédito internacionales.

EXPORTADORES E IMPORTADORES NETOS DE ALIMENTOS Y ENERGÍA

		ENERGÍA	
		Importadores	Exportadores
ALIMENTOS	Importadores	América Central	Bolivia, Venezuela, Ecuador, México
	Exportadores	Brasil, Uruguay, Colombia, Chile, Paraguay	Argentina, Perú

Existen situaciones diferentes entre los países en cada celda; por ejemplo, Venezuela y México comparten la misma celda, pero los controles de precios de los alimentos en el primer caso han agravado la crisis reduciendo la oferta, mientras que en el segundo caso los elevados precios han llevado a disturbios severos. El impacto de la crisis es mucho mayor en América Central, ya que se trata de una región importadora neto de tanto alimentos como energía y exportadora principalmente hacia Estados Unidos.

En los países que son importadores netos de alimentos, el alza de los precios internacionales ha reducido el ingreso real, especialmente de los pobres urbanos y, en un menor grado, de la clase media y de los habitantes en zonas rurales que no producen alimentos. En el caso de los importadores netos de petróleo, la crisis ha incrementado el costo de la canasta de consumo doméstica. El efecto combinado de mayores precios de alimentos y energía ha deteriorado los términos de intercambio, perturbando las condiciones sociales y generando un estrés político. El amplio rango de condiciones en los distintos países impide desarrollar una respuesta única y general que encaje con todos. Además, en todos los casos la respuesta de política probablemente incluya acciones en distintos frentes, las cuales no puede esperarse que funcionen de la noche a la mañana.

En efecto, los países han adoptado distintos enfoques para enfrentar la crisis, los cuales incluyen: controles de precios, impuestos a las exportaciones, cuotas y prohibiciones a la exportación, y otras medidas que distorsionan el funcionamiento del sistema de precios. **El Comité cree que los controles de precios son contraproducentes pues retardan la respuesta de la oferta y promueven el desarrollo de mercados paralelos. Los impuestos a las exportaciones, así como las cuotas, afectan a los productores domésticos, agravando el alza de los precios internacionales y va en contra de nuevas inversiones. El Comité cree que la superación de la pobreza debe ser tratada a través de programas focalizados que consideren explícitamente el presupuesto público y que sean diseñados para maximizar el impacto de las transferencias en los sectores afectados directamente.**

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) reconoce con gratitud el apoyo financiero de la Corporación Andina de Fomento (CAF), del Center for Global Development (CGD) y de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN).