

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

**Declaración No. 21  
Washington DC, 8 de diciembre de 2009**

**Latinoamérica en el camino de la recuperación global: los retos  
macroeconómicos de corto plazo**

**I. Introducción**

En comparación con crisis financieras internacionales pasadas, a América Latina le ha ido bien en el último disturbio global. En parte, el buen resultado de la región refleja una mejora en sus fundamentos, que se encuentra resumido en sólidos balances fiscales y de cuenta corriente, y en una amplia posición de liquidez externa. En el periodo previo a la crisis, un ambiente externo benigno caracterizado por bajas tasas de interés, una baja inflación, y una atenuada volatilidad contribuyeron a consolidar un marco de política monetaria y política cambiaria más creíble, a desarrollar mercados de capitales domésticos, y a reforzar sistemas bancarios.

América Latina se mantuvo aislada relativamente del proceso de innovación financiera que llevó a la crisis sub prime de Estados Unidos. Marcos regulatorios y supervisorios relativamente rigurosos en la región impidieron un rápido crecimiento de los instrumentos de securitización, y generalmente previnieron la creación de, e inversión en, activos tóxicos.

Esta vez, gracias a los fuertes fundamentos de la región, el *flight-to-quality* que surge del colapso de Lehman no fue enteramente dirigido a los bonos del tesoro norteamericano. En muchos países de América Latina, ocurrió un cambio de depósitos bancarios a instituciones financieras privadas a depósitos en bancos públicos y en bonos domésticos del gobierno. Adicionalmente, en algunos casos, mercados de capitales domésticos mitigaron el efecto de la caída internacional del crédito en el financiamiento de las compañías nacionales, a través de los fondos de pensiones. Inclusive, algunos bancos centrales (por ejemplo, en Brasil y en México) intervinieron efectivamente para moderar la fuerte reducción en el financiamiento del comercio que ocurrió en el punto más severo de la crisis.

Es probable que la perspectiva regional se mantenga significativamente dependiente del camino de recuperación, así como del desenvolvimiento de los aún significativos desbalances en la economía mundial.

## **II. Los restos inmediatos de América Latina: Lidiando con la apreciación de la moneda**

En un número de países, como Brasil, Chile, Colombia y Perú, un significativo fortalecimiento de sus monedas está rápidamente debilitando la competitividad externa del sector transable. Esta apreciación de la moneda es el precio que se paga por el éxito, pero también es en parte la consecuencia de una postura excepcionalmente adaptativa de la política monetaria de Estados Unidos y una menor demanda agregada global. La pérdida de competitividad con comparación a los mercados Asiáticos ha sido agravada por la política cambiaria seguida por China y la mayoría de las economías Asiáticas.

¿Qué deben hacer los hacedores de política de la región? Para prevenir un mayor deterioro de la competitividad externa, **el Comité cree que apoyarse con el viento sigue siendo la postura de política apropiada.** Con respecto a ello, los bancos centrales deben continuar interviniendo en el mercado cambiario extranjero y acumulando reservas internacionales adicionales.

Por muchas más razones que serán discutidas a continuación, **el Comité considera que un fortalecimiento adicional de la posición de liquidez externa es deseable en varias economías de la región.** A pesar que algunos países han argumentado que una excesiva acumulación de reservas internacionales puede ser una forma ineficiente de auto asegurarse, **el Comité cree que una futura renovación en la volatilidad del mercado de capitales no puede ser descartada, aún bajo la suposición que la actual recuperación económica en las economías avanzadas mantenga su camino.** Aunque la reciente creación de la Línea de Crédito Flexible (FCL, por sus siglas en inglés) del FMI constituye un instrumento prometedor que ayude a lidiar con perturbaciones en el mercado de capital, **el Comité cree que los países en la región deben continuar en desarrollar sus propias políticas e instrumentos para manejar los efectos de interrupciones repentinas en los flujos de capital internacional.**

Una opción a la intervención cambiaria extranjera es que los bancos centrales de América Latina adopten una postura de política monetaria de mayor expansión. La credibilidad del marco de política monetaria (en particular, aquella en los países que establecieron regímenes de metas de inflación) ha sido ciertamente fortalecida en los últimos años. A pesar de ello, algunos bancos centrales pueden encontrar que una postura monetaria adaptativa puede exacerbar expectativas inflacionarias inestables. Actualmente, indicadores de mercado sugieren que, a pesar de algún incremento reciente, las expectativas de inflación se mantienen atenuadas en muchos de los países y dentro de las anunciadas metas de los bancos centrales. Por consiguiente, **el Comité cree que se le debe dar consideración a la adopción de una caída coordinada de las tasas de interés domésticas o el ajuste cuantitativo en América Latina, en consulta con el FMI.**

Adicionalmente, Brasil ha implementado un impuesto del 2% en los flujos de capitales. **El Comité considera que, como una política de última instancia y a pesar de algún efecto secundario no deseado, la imposición de restricciones temporales en los flujos financieros de corto plazo pueden ser garantizados.**

La futura fortaleza de las presiones en la apreciación de la moneda en la región van a ser altamente dependientes en cómo se desarrolle el ajuste de los desbalances globales. Con respecto a ello, existen dos temas a ser considerados.

Primero, **el Comité cree que, mientras China mantenga sin cambios su actual política de tipo de cambio (seguida de manera similar por muchos de los otros países del Este Asiático), el ajuste de los desbalances globales pondrá mayor presión a la apreciación en la región.** Con respecto a ello, un fortalecimiento del Yuan puede contribuir a un ajuste más balanceado entre economías de mercados emergentes, particularmente en América Latina. No obstante, una apreciación excesiva en China puede ser contraproducente hasta el punto que pueda contribuir a reducir la velocidad de la actividad económica en ese país a través de menores exportaciones.

Segundo, **el Comité cree que reducir los déficits presupuestarios de Estados Unidos es fundamental para lograr una reducción sostenible de los desbalances globales.** De hecho, mientras que el componente de sector privado de la cuenta corriente de Estados Unidos ya se ha ajustado fuertemente, el déficit presupuestario se mantiene como la principal razón del déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos. Si bien al depender de una apreciación real en las monedas de mercados emergentes, como una manera de re balancear la demanda en la economía mundial, es probable que se establezca una mayor carga en aquellas economías; una reducción del déficit presupuestario de Estados Unidos puede implicar aceptar un camino de recuperación más moderado en la economía mundial.

No prestar atención al actual desequilibrio global es correr el riesgo de tener un mayor proteccionismo en todo el mundo.

### **III. Riesgos renovados del mercado de capitales: Consecuencias**

Déficits substanciosos del presupuesto en economías avanzadas pueden colocar posiblemente presiones significativas en los mercados de bonos maduros y de alto grado en estos últimos años. Mientras el *flight-to-quality* decrece o incluso se revierte parcialmente como respuesta a la reducción en la volatilidad en el mercado internacional de capitales, es probable que la substancial oferta de bonos del gobierno, emitidos por parte de gobiernos de economías avanzadas, ejerza presiones al alza en las tasas de interés. A pesar de que no es aún claro por cuánto las tasas de interés (real) aumentarán en la deuda pública, no hay precedente de una situación en la cual la combinación de las grandes economías avanzadas tengan que colocar un estimado de USD 2.8 – USD 3.5 trillones en deuda pública por año para los próximos 2 a 3 años. Proyecciones recientes del FMI estiman que la deuda pública en las economías avanzadas del G-20 alcanzará

niveles de 120% del PIB para el año 2014. Al mismo tiempo, a pesar que se han recuperado los ahorros privados en Estados Unidos, que puede que provea de demanda adicional para los bonos del gobierno, puede desenvolverse un exceso significativo de oferta de deuda a los niveles actuales de las tasas de interés, especialmente mientras el reciente *flight-to-quality* continúa disminuyendo su ritmo.

Se espera que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos sea el mayor emisor de deuda del gobierno en este proceso. Además, alrededor del 60% de los bonos del tesoro norteamericano pendientes de pago (a excepción de aquellos bonos en posesión de instituciones públicas estadounidenses) son colocados en mercados extranjeros y especialmente en bancos centrales.

Aunque es poco probable que las economías avanzadas se topen con dificultades de refinanciamiento, **el Comité considera que sus grandes déficits fiscales generan riesgos para América Latina.** Mientras que mercados maduros son poco probables de sufrir mayores trastornos a pesar de su oferta masiva de deuda del gobierno, mercados emergentes (públicos y privados) menos líquidos pueden enfrentar presiones significativas como resultado de la emisión de deuda pública ejercitada por las economías avanzadas. Inclusive, dicha presión puede ser ampliada si China reduce su tasa de acumulación de reservas de divisas extranjeras, mientras que una mayor fuente de demanda para los bonos del tesoro norteamericano será retraída en un momento en que haya un surgimiento en su oferta.

Adicionalmente, si bien las tasas de interés norteamericanas se han mantenido bajas, un mayor riesgo para América Latina es el fuerte incremento en las tasas de interés mundiales a consecuencia de la situación explicada anteriormente. Existe amplia evidencia empírica que aumentos severos en las tasas de interés mundiales son una de las principales causas de interrupciones repentinas en los flujos de capitales a mercados emergentes.

Gracias al activo rol jugado por el G-20, el sistema financiero internacional se encuentra mejor preparado actualmente para lidiar con los efectos de interrupciones repentinas en los flujos de capitales, de lo que se encontraba en crisis pasadas. No obstante, el tamaño del nuevo FCL establecido se mantiene pequeño en relación a las posibles necesidades de ambos el sector privado y público en mercados emergentes.

**El Comité alienta a los hacedores de política de América Latina a mantenerse precavidos, a mantener políticas fiscales prudentes, y a tener como mayor prioridad el mantener una fuerte posición de liquidez externa.** Los gobiernos deben considerar reducir el ritmo de las expansiones fiscales hasta donde le sea posible, reconociendo que la evolución de la actividad económica a través de la región ha sido heterogénea y, por ello, es necesario tener una diversidad de respuestas de política.

*El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Center for Global Development (CGD) por financiar su reunión en Washington DC. El Comité es completamente independiente y autónomo al preparar esta declaración.*