

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

Declaración No. 22

16 de Junio del 2010
Washington DC, USA

América Latina: Manejando los Flujos de Capital a Inicios de la Crisis de la Deuda en Europa

I. La Situación de América Latina a la Luz de la Crisis de la Deuda en Europa

En la Declaración No. 21, el Comité analizó los riesgos de América Latina provenientes de la crisis financiera internacional. En ese momento, el Comité resaltó las fortalezas relativas del marco de política de la región durante la crisis sub-prime de Estados Unidos. No obstante, también advirtió de los riesgos potenciales de un rápido deterioro de la situación fiscal en muchas economías avanzadas y las cantidades sin precedentes de emisión de deuda por parte de esos países.

En el transcurso de 2010, nuevas presiones se materializaron en algunas economías europeas, lo que requirió de fuertes y rápidas respuestas de política por parte de gobiernos de la Unión Europea (UE) y del Banco Central Europeo (BCE). En particular, en abril la UE y el FMI accedieron en otorgar un paquete de €750 billones para detener la incertidumbre generada por las dificultades financieras en las que se encontró Grecia, y en una menor medida, Portugal, España e Irlanda. El impacto de la crisis de la deuda europea se ha sentido alrededor de varias clases de activos y regiones.

Actualmente, la mayor parte de América Latina continúa presentando una notable resistencia a desarrollos financieros externos negativos. En el 2010 el PIB de la región se espera que crezca más del 4 por ciento, la inflación (a pesar de estar incrementando) permanece controlada y, aún más notable, los flujos de capital han surgido una vez más a niveles cercanos a antes de la crisis de Lehman.

Dicha resistencia en parte refleja fundamentos y marcos de política sólidos. El ratio de deuda (pública y privada) externa sobre PIB ha ido cayendo en años recientes y son comparativamente bajos respecto de niveles históricos para la región y los actuales para Europa avanzada y emergente. La prudencia fiscal y el crecimiento económico por varios años en la presente década han resultado en ratios totales de deuda pública sobre PIB históricamente bajos. Superávits de cuenta corriente, una alta acumulación de reservas internacionales y apoyo por parte de las multilaterales, han otorgado una

protección efectiva contra la volatilidad del capital de mercado. Aunque las cuentas corrientes se han deteriorado, a la fecha los balances se mantienen dentro de un rango confortable. Por primera vez en tiempos recientes, los márgenes del riesgo-país de un número de economías de América Latina se encuentran por debajo del riesgo-país de algunas economías avanzadas.

A pesar que la Crisis de la Deuda Europea aún sigue desenvolviéndose y aún falta por verse todas sus consecuencias, **el Comité cree que los bancos centrales y los gobiernos de las economías avanzadas, y las instituciones financieras internacionales, tienen los medios para evitar un nuevo pánico financiero global algo parecido al colapso post-Lehman en el 2008.** En tal escenario, es más probable que el crecimiento sea lento en las economías avanzadas mientras que la consolidación fiscal y el desapalancamiento privado ocurren. Por lo tanto, es probable que las tasas de interés internacional permanezcan excepcionalmente bajas en un futuro predecible. En un ambiente como ese, América Latina puede enfrentar un periodo sostenible de fuerte entrada de capitales.

II. Los Cambios de Política y Oportunidades de la Región

Los prospectos de un periodo extendido en la oleada de entrada de capitales, plantea riesgos significativos y desafíos de política pero también genera significativas oportunidades de crecimiento.

Reflejando un resurgimiento en el crecimiento económico, varios países en la región ya se encuentran enfrentando un deterioro en sus balances de cuenta corriente, y han comenzado a experimentar presiones inflacionarias. Mientras que los bancos centrales han intensificado su intervención en el tipo de cambio y sus esfuerzos de esterilización como respuesta al aumento en la entrada de capitales, las presiones a la apreciación en sus monedas permanecen sólidas. Adicionalmente, los bancos centrales de la región están adoptando políticas monetarias más restrictivas. Ante la presencia de políticas monetarias altamente expansionarias en economías avanzadas, es probable que las tasas de interés domésticas relativamente altas en América Latina estimulen una mayor entrada de capital de corto plazo, reforzando las presiones a la apreciación en las monedas domésticas.

El Comité ha notado que las entradas masivas de capital pueden aumentar el riesgo asociado con grandes déficits de cuenta corriente y apreciación real de las monedas. El deterioro en los balances de cuenta corriente que acompañan el aumento en la entrada de capitales puede resultar en un proceso renovado de crecimiento en el endeudamiento externo. En un contexto como este de gran liquidez en mercados financieros internacionales, es probable que el sector privado juegue el rol central en el crecimiento de la deuda externa. El aumento de la deuda por parte del sector privado requiere de un monitoreo cercano, ya que a menudo es el caso que esta misma termina siendo asumida por el sector público en tiempos de crisis. Además, aunque la política fiscal parezca ser sólida, puede resultar ser altamente expansionaria en una base de ajustamiento cíclico.

Las finanzas fiscales pueden parecer ser sólidas durante booms ya que los ingresos son impulsados por un fuerte crecimiento económico.

El Comité cree que grandes entradas de capitales también inducen a una rápida expansión en el crédito bancario y crean las condiciones para que surjan las burbujas en los precios de los activos. Hay mucha experiencia internacional que los booms crediticios, si no son controlados por los reguladores, se encuentran usualmente acompañados por una significativa subestimación del riesgo crediticio subyacente. Dado que la toma de decisiones privada en instituciones financieras no internaliza toda su contribución al riesgo potencial sistémico, lo que puede parecer en algún momento un negocio bancario rentable, puede convertirse en un gran dolor de cabeza cuando las condiciones macroeconómicas se revierten. Los booms crediticios han terminado muchas veces en contracciones del crédito y, posiblemente, en costosas crisis bancarias.

Para estar seguros, el resurgimiento de los flujos de capital no es un fenómeno nuevo en la región. De hecho, temas similares ocuparon discusiones del Comité en abril del 2004, cuando emitió su declaración No. 10. En ese momento, las preocupaciones principales y las recomendaciones destacadas por el Comité se encontraban dirigidas a fortalecer los superávits primarios fiscales, a reducir los ratios de deuda pública sobre el PIB, y a mejorar el manejo de liquidez a través de la acumulación de reservas internacionales y alargando la estructura de madurez de las deudas públicas.

Bajo la visión del Comité, la diferencia ante la presente coyuntura es que las condiciones macroeconómicas iniciales son significativamente mejores que en episodios previos de entradas de capitales experimentadas por la región. En particular, los balances de cuenta corriente demuestran ya sea una posición de superávit o un déficit relativamente pequeño. Los ratios de deuda pública (doméstica y externa) se encuentran en los niveles más bajos en décadas, y muchos países de la región ya han tenido por tiempo en su lugar una fuerte regulación financiera prudencial y marcos de supervisión, así como políticas monetarias más flexibles en un ambiente de inflación entre moderada y baja.

A pesar de los cruciales desafíos de política resaltados anteriormente, el Comité cree que el prospecto de un periodo relativamente largo de una afluencia de capitales larga y sostenida también genera oportunidades significativas. La sostenida afluencia de capitales provee la oportunidad de consolidar un ambiente que conduzca a una fuerte inversión y al crecimiento económico. Un periodo de abundante liquidez internacional y bajas tasas de interés favorecen la obtención de financiamiento de largo plazo y atrae flujos de inversión extranjera directa.

No obstante, **el Comité observa que capitalizar en estas oportunidades requiere de asegurar que la afluencia de capitales no agrave mayores ineficiencias ya existentes.** Esto significa remover distorsiones en los mercados de trabajo, de bienes y en mercados financieros, para aumentar la productividad total de los factores, mejorar la infraestructura, y reforzar el proceso en la toma de decisiones presupuestaria. Aún más importante, no emprender las reformas necesarias puede significar más que simples

oportunidades perdidas. Puede ampliar el efecto de las distorsiones existentes. Permitir a América Latina recoger los beneficios de la sostenida afluencia de capitales de largo plazo abre los prospectos para la región de consolidar un salto cualitativo hacia el crecimiento y el progreso social.

III. Recomendaciones de Política

Un aumento en la entrada de capitales requiere de combinaciones de respuesta de política que buscan moderar el ritmo de endeudamiento del sector privado, así como reforzar los instrumentos del sector público para manejar el riesgo de liquidez sistémico.

Los bancos centrales se han enfocado primeramente en las tasas de interés de corto plazo y las metas de inflación. Las consideraciones de estabilidad financiera sugieren que debe prestarse una mayor atención a los agregados crediticios y al precio de los activos. Regulaciones macro prudenciales en el sistema bancario son críticas para manejar la entrada de flujos del sector privado. En líneas generales, esto incluye medidas o metas cuantitativas de crédito. Requerimientos de liquidez de los pasivos de corto plazo tanto domésticos y extranjeros del sector bancario, ayudan a reducir el incentivo a expandir excesivamente el crédito bancario financiado con pasivos de bajo costo y corto plazo que aumentan la exposición del sistema bancario al riesgo sistémico de liquidez asociadas con ciclos crediticios de expansión y colapso. Al mismo tiempo, para poder enfrentar la potencial subestimación del riesgo crediticio que acompaña a periodos de fáciles condiciones del crédito, **el Comité recomienda que se dé seria consideración a la adopción de provisiones contra cíclicas a la pérdida de préstamos y requerimientos de márgenes en préstamos con colateral en el sistema bancario.**

Combinadas con estas acciones regulatorias, las políticas fiscales y monetarias macroeconómicas convencionales deben ser utilizadas para asegurar que el sector público mantenga la capacidad adecuada de responder al efecto potencial de una reversión en los flujos de capitales, y a asegurar que la política fiscal no refuerce la expansión de la demanda del sector privado. Por consiguiente, **el Comité considera que hay espacio para una mayor acumulación de reservas internacionales en respuesta al aumento de la entrada de capitales. Al mismo tiempo, los gobiernos deben adoptar marcos presupuestarios plurianuales y ajustados por el ciclo, para que la acumulación de reservas sea preferiblemente financiada con ingresos fiscales genuinos. Más aún, los gobiernos deben mantener prudencia fiscal para reducir o al menos mantener los ratios de deuda pública sobre PIB a los niveles actuales, y deben intentar fortalecer el perfil de madurez de la deuda pública doméstica y externa.**

En el actual contexto internacional, ha resurgido la discusión sobre la efectividad y atractivo potencial de los controles de capital como una herramienta complementaria para lidiar con el aumento de la entrada de capitales externos de corto plazo. La discusión es particularmente difícil porque el término “control de capitales” abarca un gran número de medidas muy diversas y de diferentes experiencias alrededor del mundo, algunas exitosas y otras no. Dadas todas las advertencias apropiadas, medidas específicas permanentes

como la adopción de requerimientos mínimos de madurez en préstamos extranjeros, la imposición de impuestos en la entrada de capitales de corto plazo (según lo adoptado por Chile) puede contribuir a alargar la composición de la madurez de la entrada de flujos externos y en algunos casos reduce los flujos totales. No obstante, **el Comité advierte contra medidas administrativas extendidas que restringen la entrada y salida de flujos sin tener en cuenta si esto significa un cambio en los activos netos extranjeros, o intervenciones de emergencia que generen incertidumbre en lo que respecta al clima de inversión extranjera.**

Las recomendaciones de política discutidas intentan reducir el riesgo sistémico asociado a un aumento potencial en la afluencia de capitales en la región. Sin embargo, asegurar que la entrada de capitales financie una expansión sostenida de la inversión requiere acciones decisivas por parte de gobiernos, que busquen promover un crecimiento en la productividad y en la reducción de las existentes distorsiones en el mercado de trabajo, de bienes y en mercados financieros. Un elemento importante es el establecimiento de una infraestructura financiera estable que conduzca al desarrollo de mercados profundos de acciones y de deuda de largo plazo.

Para poder mejorar la calidad de la inversión pública, los gobiernos pueden usar como recurso el establecimiento de asociaciones público-privadas (estableciendo un marco legal adecuado) y deben tomar acciones decisivas para elevar la calidad de sus procesos presupuestarios al enfocarse en objetivos de largo plazo que se extiendan a través de administraciones gubernamentales. **El Comité considera que las instituciones financieras multilaterales pueden jugar un rol clave como vehículo para canalizar el crédito internacional hacia proyectos rentables de desarrollo social.**

IV. Una Advertencia

Esta declaración asume que el pánico financiero tal como fue experimentado después de la debacle de Lehman podrá ser evitado exitosamente con acciones de política apropiadas y a tiempo, en economías avanzadas y en la comunidad internacional. **Sin embargo, el Comité advierte fuertemente contra la autocomplacencia. Dada la actual incertidumbre global, los gobiernos de América Latina deben ser extremadamente prudentes en su manejo de políticas públicas y reconocer que, a pesar de que un periodo favorable puede encontrarse por delante, estas perspectivas se encuentran sujetas a riesgos considerables.**

El Comité Latinoamérica de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo del Center for Global Development, el Banco Central de Colombia, y el Banco Central de Chile para llevar a cabo esta reunión Washington DC. El Comité es completamente independiente y autónomo al preparar esta declaración.