

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

Declaración No. 23

**Noviembre 16, 2010
Lima, Perú**

**La Guerra de Divisas: Riesgos para América Latina y el Papel
de los Bancos Centrales**

I. El Problema

América Latina enfrenta un escenario externo caracterizado por fuertes influjos de capitales, por un dólar en debilitamiento, y por un yuan que muchos observadores estiman se encuentra subvaluado.

Desde el advenimiento de la crisis financiera en 2008 la economía internacional está experimentando profundas transformaciones en varios frentes. En primer lugar, las empresas y los hogares dentro de las economías avanzadas, principalmente en los EEUU, y los gobiernos en la Unión Europea están iniciando un proceso de desendeudamiento. En segundo lugar, la posibilidad de seguir ejecutando una política fiscal activa está encontrando limitantes tanto financieros como políticos y en consecuencia está llegando a su fin. Para compensar la caída de demanda que se produce en las economías avanzadas distintas voces han abogado por una recomposición en la demanda agregada en China principalmente pero también en las economías emergentes.

En los cinco años anteriores a la crisis el dólar estadounidense había caído de manera importante medido en términos efectivos. En los últimos meses dicha tendencia se ha reafirmado, lo cual ha motivado a distintos países orientados a las exportaciones a intervenir de diferentes maneras en el funcionamiento de los mercados. Las intervenciones cambiarias de China, Japón, Corea del Sur y Suiza, entre otros países, y el anuncio por parte de la Reserva Federal del denominado QE2 (*Quantitative Easing 2*) han planteado la posibilidad que se desate una guerra de divisas con el propósito de producir la aludida recomposición de demanda agregada a través de la política cambiaria.

Sin embargo, la historia económica muestra que una política de depreciaciones competitivas puede derivar en una secuencia de medidas proteccionistas con costos enormes para la economía mundial y, por ende, para la población en su conjunto.

La pretensión que los desbalances globales y la recomposición internacional de la demanda pueda lograrse a través de la política cambiaria ignora que el principal problema que debe ser atacado en los EEUU y las economías avanzadas sigue siendo el financiero. El no atacar explícitamente la debilidad del sistema financiero y reconocer la sobrevaluación de una porción significativa de los activos bancarios induce que una amplia porción del sector privado no reciba ni crédito ni financiar inversiones.

En este contexto, el QE2 resulta una medida poco efectiva, ya que la liquidez inyectada termina siendo depositada en la Reserva Federal, que además remunera los excesos de reserva desde 2008 con el fin de apoyar el saneamiento de los balances de los bancos, o termina en sectores que ya se encuentran muy líquidos.

Más aún, al ser implementado a través de operaciones de mercado abierto por lo cual la Reserva Federal compra en el mercado instrumentos de deuda del Tesoro americano cuyo rendimiento es cercano a cero, no resulta claro que el QE2 represente en términos económicos una expansión monetaria significativa. En la impresión del Comité, la efectividad del QE2 puede estar siendo sobreestimada por el mercado, y el reciente debilitamiento del dólar en respuesta al anuncio puede resultar un fenómeno transitorio.

Existe sin embargo un aspecto destacable asociado con el anuncio del QE2. Este anuncio puede ser interpretado como una garantía al mercado que la Reserva Federal asegurará la estabilidad del sistema financiero. En este sentido, su impacto es el de descomprimir el aumento en la demanda por liquidez. Sin embargo, dado que vastos sectores en los EEUU y en otras economías avanzadas no resultan atractivos debido a la presencia de problemas bancarios no resueltos, esta descompresión induce un aumento significativo en los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

En el caso de América Latina, ya habíamos anticipado en nuestra declaración anterior que la región enfrentaría importantes desafíos derivados del aumento en el ritmo de ingresos de capitales inducidos por el diferencial de tasas de interés asociado, entre otros factores, a las expectativas de depreciación del dólar. En este momento, distintas economías de la región enfrentan un incipiente proceso de recalentamiento en sus economías y exhiben un déficit en cuenta corriente, factores que justificarían una apreciación cambiaria.

Como consecuencia, algunos bancos centrales han iniciado un ajuste de sus políticas monetarias, elevando las tasas de interés (Chile, Brasil, Perú), mientras que otros han señalado su preocupación. Sin embargo, el hecho que China se resista a permitir un fortalecimiento mayor del yuan, genera el riesgo que se deteriore la competitividad externa de la región. En este sentido, mientras que la demanda agregada debe aumentar en países que gozan de fuertes superávits de cuenta corriente (China y Asia emergente),

América Latina (excepto Argentina, Bolivia, y Venezuela) debe más bien enfrentar el riesgo de un rápido deterioro en sus balances de cuenta corriente.

II. Recomendaciones de Política

¿Cuáles son entonces las principales acciones que las autoridades pueden tomar en este contexto de fuertes entradas de capitales, y cuáles son las acciones que deben tomarse en cuanto a la comunidad internacional para atenuar los desequilibrios vigentes?

De hecho los países de la región ya han estado desplegando una serie de acciones para enfrentar los efectos de las fuertes entradas de capitales externos. En primer lugar, distintos países han enfrentado las presiones a la apreciación de sus monedas mediante un aumento en la intervención de los bancos centrales en el mercado de cambios. Ahora bien, en la medida en que los países de la región estén enfrentando un proceso de recalentamiento de sus economías, sería deseable permitir una moderada apreciación de sus monedas. Sin embargo, en la medida en que China limite la apreciación del yuan, el fortalecimiento de las monedas de la región puede generar una sensible pérdida de competitividad.

Es aquí que **el Comité cree que el primer escenario de política que debiera ser explorar en forma explícita es un acuerdo con China para que exista cierta coordinación entre la política cambiaria de dicho país y la de nuestra región.** Ya que la economía China también se encuentra en una situación de rápida expansión en la demanda agregada, sería deseable que dicho país permitiera una mayor apreciación del yuan y que las monedas de la región adoptaran un movimiento coordinado en la misma dirección. Posibles foros de negociación con China incluyen el G-20, las reuniones de los BRICs, y la APEC.

En el caso que no sea posible coordinar la política cambiaria con China, entonces **el Comité ve como respuesta razonable por parte de los bancos centrales de la región adoptar una política de intervención cambiaria tendiente a frenar una posible apreciación brusca de las monedas.** Aquí aparecen dos cuestiones fundamentales. ¿Debiera el dólar ser la moneda de referencia para esta política, y debiera ser la intervención esterilizada o no esterilizada?

Con respecto a la primera cuestión, **el Comité recomienda que los bancos centrales de la región consideren la posibilidad de que el yuan adopte un papel creciente como moneda de referencia para la política cambiaria.** Esto refleja la creciente importancia que la economía China está tomando en cuanto a los flujos de comercio internacional de la región.

Con respecto a la segunda cuestión, **el Comité cree que es preferible la intervención no esterilizada a la intervención esterilizada. Si, para contener las presiones inflacionarias, se opta por la esterilización, ésta no debe ser utilizada en**

forma sistemática pues conduce a incrementos en la tasa de interés que inducen un mayor flujo de capital y un aumento del déficit cuasi-fiscal del banco central. Sin embargo, la intervención no esterilizada debe ser complementada por un esfuerzo adicional de la política fiscal. Especialmente en los casos donde las economías se benefician por mejoras en los términos del intercambio derivado de un aumento en los precios de las *commodities*, es recomendable adoptar un mecanismo automático de política fiscal contra-cíclica donde los ingresos extraordinarios se ahorren para poder utilizarlos en tiempos difíciles. Un ejemplo de esta política es la adopción de una regla fiscal como la que existe en Chile, que establezca como objetivo un superávit primario estructural igual al 1% del PBI. Sin embargo, aunque el Comité reconoce que la política fiscal tiene un papel complementario importante, no debe esperarse que ella sola sea plenamente efectiva para evitar las presiones a la apreciación derivadas de los mayores flujos de capitales externos. Para aumentar la efectividad de la política fiscal, **el Comité también recomienda redirigir el gasto público desde el consumo hacia la inversión.**

Al mismo tiempo, es necesario reconocer que la apreciación cambiaria, en presencia de salarios nominales rígidos, amenaza el empleo en los sectores productores de bienes transables. **El Comité recomienda introducir mayor flexibilidad en los contratos salariales o, alternativamente, establecer un mecanismo de compensación fiscal del mayor costo de contratación de la mano de obra relacionado al movimiento del tipo real de cambio.**

Una segunda línea de acciones que pueden complementar y reducir las necesidades de intervención cambiaria son las políticas conocidas como macro-prudenciales. En este ámbito, **el Comité recomienda que los bancos centrales fortalezcan los requerimientos de capital y de liquidez en el sistema financiero y que adopten criterios de regulación financiera contra-cíclica.** Un ejemplo importante en esta dirección es la implementación de provisiones dinámicas en Bolivia, Colombia, Perú y Uruguay.

El fortalecimiento de los marcos regulatorios prudenciales es particularmente esencial en un contexto en el que las bajas tasas de interés internacionales y la existencia de problemas bancarios no resueltos en las economías avanzadas están empujando los capitales internacionales a buscar indiscriminadamente fuentes de rendimiento en el mundo emergente. En estas condiciones, la posibilidad de que generen burbujas especulativas en estos mercados es un riesgo real que las autoridades monetarias y regulatorias deben esforzarse particularmente por identificar y prevenir.

Algunos países de la región han complementado las acciones de intervención cambiaria con la adopción de controles de capital. Más aún, recientemente el FMI ha explícitamente reconocido un papel potencial para este tipo de medidas en la coyuntura presente. Este reconocimiento resulta bastante sorprendente, ya que uno de los papeles fundamentales del FMI es precisamente el de evitar la proliferación de acciones unilaterales que entorpezcan el adecuado funcionamiento del mercado internacional de capitales. Aunque **el Comité reconoce que el uso de controles de capital puede**

atenuar las presiones cambiarias en algunos países, también enfatiza el enorme peligro de la utilización de estos instrumentos en la región y en otras áreas del mundo. El problema central es que ello conduciría a un esquema de proteccionismo generalizado que revertiría los avances en materia financiera y comercial alcanzados por la región.

El problema de la entrada de capitales a las economías emergentes difícilmente puede ser manejado solamente a través de acciones de política a nivel de países individuales. El Comité cree que las oportunidades positivas que se derivan para la región de este proceso, así como la contención de los riesgos potenciales que se generan, requieren de importantes acciones por parte de la comunidad internacional.

En particular, resulta central asegurar la calidad de las inversiones sustentadas por los flujos de capitales. Como se ha dicho antes, una situación en la cual los flujos de capitales internacionales están desplazándose en un contexto de tasas internacionales de interés cercanas a cero aumenta considerablemente el riesgo de la aparición de burbujas especulativas en los mercados emergentes. Resulta entonces prioritario establecer mecanismos que ayuden a canalizar los in-flujos de capitales hacia inversiones productivas de largo plazo y así evitar que contribuyan al surgimiento de burbujas especulativas. En este sentido, **el Comité recomienda que la comunidad internacional fortalezca adicionalmente a las instituciones multilaterales enfocadas al desarrollo, tales como el Banco Mundial, el BID, la CAF, y el BCIE. Estas instituciones debieran activamente apoyar el establecimiento de Asociaciones Público Privadas (Public Private Partnerships) que canalicen recursos hacia proyectos de infraestructura prioritarios.**

La actual coyuntura internacional refleja la insuficiente acción de las autoridades en los Estados Unidos y en otras economías avanzadas para atacar los problemas bancarios subyacentes. Esta situación genera la perspectiva de un periodo prolongado de tasas de interés internacionales cercanas a cero sin que exista a la vez una perspectiva cierta de recuperación económica. Un accionar más efectivo y más focalizado sobre los problemas bancarios resulta crítico para mejorar estas perspectivas. **El Comité cree que el QE2, tal como está implementado, no es efectivo y no ataca ni resuelve los problemas bancarios. El Comité cree que es urgente que las autoridades de los EEUU se enfoquen muy activamente en establecer una valoración realista de los activos bancarios y promover la normalización y alivio de la situación de los deudores hipotecarios.**

El Comité Latino Americano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo del Banco Central de Reserva del Perú. El Comité fue completamente independiente y autónomo al preparar esta declaración.