

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

Declaración No. 30

¿Está América Latina lista para el fin de la bonanza?

I. ¿Qué sigue para Latinoamérica?

En la última década, América Latina ha experimentado un largo período de bonanza económica, caracterizado por bajas tasas de interés internacionales, alta liquidez global, altos términos de intercambio y elevados precios de las materias primas. Sin embargo, eventos recientes en la economía mundial y en la región, están cambiando el entorno. El nuevo entorno implicará retos y riesgos significativos para la política pública en la región, a pesar del mayor crecimiento económico mundial proyectado para el próximo año.

El anuncio realizado el 22 de mayo de este año por la Reserva Federal de EE.UU., respecto a la posible reducción de sus compras de bonos en el transcurso de este año, generó un cambio significativo en la percepción de los mercados financieros sobre los mercados emergentes. Tras el anuncio, los indicadores de riesgo se incrementaron notablemente en la mayoría de las economías de mercados emergentes y los flujos de capitales líquidos hacia los mercados emergentes han disminuido. En América Latina, las tasas de interés domésticas de la deuda pública a largo plazo se han incrementado entre 150 y 200 puntos básicos, incluso en Colombia, México y Perú. El aumento en otras medidas de riesgo tales como los *Credit Default Swaps* ha sido moderado. En parte, la reacción de las tasas de interés domésticas refleja la expectativa de depreciación de la moneda.

La reevaluación del riesgo en los mercados internacionales de capitales está afectando los flujos de capitales hacia las economías emergentes más grandes, tales como Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía. Todos los activos de los mercados emergentes podrían volverse significativamente más riesgosos en el futuro, lo cual podría traducirse en salidas sistémicas de capitales. En este contexto, la combinación de una baja valoración de los activos con una incipiente recuperación en Europa y los EE.UU. podría contribuir a la retirada de inversionistas de los mercados emergentes.

Existe la creciente preocupación de que la actividad económica y la inversión pudieran desacelerarse en los países BRICS, especialmente en China e India. La actividad económica en Brasil se ha ralentizado significativamente desde hace algún tiempo. El pasado boom de precios de las materias primas se ha atribuido en gran medida al rápido crecimiento de la demanda

procedente de los mercados emergentes y, en particular, de China y de India. Por tanto, la desaceleración del crecimiento y la disminución de la inversión en China podrían tener efectos reales significativos en la región.

Aparte del entorno global, la frágil situación económica y política en Argentina y Venezuela impone riesgos adicionales para el resto de la región. A pesar de los estrictos controles cambiarios y restricciones generalizadas a las importaciones y la transferencia de dividendos, una grave pérdida de reservas del banco central en Argentina aumenta la probabilidad de una crisis monetaria. Dado que la visión convencional es que la economía Argentina podrá sobrevivir durante el resto de la actual administración, la ocurrencia de una crisis cambiaria podría tener importantes efectos de contagio en la región, a pesar de su relativa autarquía financiera.

El auge de precios de las materias primas puede ser visto como una ganancia inesperada. Pero sin innovación ni reformas que aumenten la productividad (y más importante aún, que permitan mejoras en la educación), el efecto de estímulo en el crecimiento eventualmente se desvanece. Sin embargo, si el escenario de mayores precios de las materias primas es percibido como permanente, el ahorro caería a medida que aumente la demanda agregada.

II. Riesgos asociados al nuevo entorno

El primer riesgo importante se asocia con un marcado deterioro de la cuenta corriente en varias economías. Muchas de las economías latinoamericanas que registraron superávit en la cuenta corriente en la primera mitad de la década pasada, están mostrando déficits en el orden del 4-6 por ciento del PIB (por ejemplo, Brasil, Colombia, Chile y Perú). Los grandes déficits son conocidos por ser uno de los mejores predictores de las interrupciones súbitas de flujos de capitales (fenómeno conocido como *sudden stop*) y de las crisis financieras en general.

El deterioro de la cuenta corriente en muchos países también ha sido impulsado por la apreciación del tipo de cambio real, en presencia de una política monetaria altamente expansiva por parte de las economías avanzadas en los últimos años. Por ejemplo, mientras que el PIB de Brasil, medido en dólares, aumentó cuatro veces entre 2003 y 2013, el PIB a precios constantes aumentó sólo en 43 por ciento en el mismo período. Adicionalmente, la política fiscal en la mayoría de América Latina no ha logrado contener el deterioro en el balance de la cuenta corriente. Según datos del FMI, la posición fiscal en América Latina se deterioró de manera significativa entre 2008 y 2013.

Un segundo riesgo importante se asocia con una posible disminución sustancial en el crecimiento económico, que podría resultar en un aumento del desempleo, menores ingresos fiscales, malestar social e inestabilidad institucional.

En varios países de la región, el período de bonanza se ha asociado con el rápido aumento de los salarios reales, sin ser acompañado por aumentos de productividad; ello posiblemente relacionado con la ausencia de reformas estructurales en el lado de la oferta.

El aumento de los salarios reales impone riesgos a distintos niveles. Mayores salarios reales podrían generar mayor desempleo y, en muchos países, el mayor desempleo implicaría un mayor gasto público, por la vía de programas de compensación social. Los riesgos fiscales se ven agravados por la caída de los ingresos fiscales. Adicionalmente, el desempleo aumenta el riesgo de crédito para los bancos y otros entes prestamistas. En algunos países, la deuda de los hogares ha aumentado de manera importante, tanto con los bancos como con otros agentes prestamistas, como en el caso de los préstamos con descuento a la nómina. En Colombia, esta deuda se ha incrementado en un 60 por ciento desde 2007, en términos reales.

Una tercera fuente importante de riesgo es que un período prolongado de tasas de interés inusualmente bajas puede producir una valoración errónea del riesgo en el sistema bancario. Ello puede deberse, en parte, a la sobrevaloración de los activos, y especialmente al colateral bancario generado por las tasas de interés inusualmente bajas. De hecho, el crédito bancario ha crecido rápidamente en varias economías latinoamericanas. En Colombia, por ejemplo, el crédito bancario al consumo de los hogares (es decir, excluyendo hipotecas) se incrementó en un 60 por ciento entre 2008 y 2013.

Un efecto adicional de la amplia liquidez y el interés extremadamente bajas mundiales ha sido la rápida expansión de la deuda externa privada. Las empresas en América Latina han aumentado la emisión de bonos denominados en moneda extranjera desde 2008. Las ganancias de estos préstamos pueden haber sido depositados en el sistema bancario nacional, ayudando a impulsar la expansión del crédito. Dado que la empresa prestataria tiene deudas en moneda extranjera y depósitos bancarios en moneda nacional, existe un descalce de monedas que podría afectar negativamente al sector bancario. Por lo tanto, muchos bancos domésticos podrían estar alojando un riesgo crediticio en sus balances mayor al que un análisis estándar¹.

Una cuarta fuente de preocupación es que la respuesta de política puede desestabilizar aún más la situación. Por ejemplo, en presencia de inflexibilidad de salarios y aumento del desempleo, los hacedores de políticas podrían verse tentados a apoyarse en una política fiscal excesivamente expansiva. Pero, aunque el uso de estímulos fiscales ha sido parte la respuesta común durante la reciente crisis global en las economías avanzadas, dicha respuesta podría ser riesgosa en América Latina, ya que el acceso a financiamiento externo puede secarse y los ingresos fiscales pueden caer ante un escenario de reversión súbita de los flujos de capitales.

¹ Una discusión más amplia puede encontrarse en Caruana (2013) “Debt, global liquidity and the challenges of exit”. Discurso en la octava conferencia FLAR-CAF, Cartagena, Colombia, 8 de julio de 2013. Disponible en: <http://www.bis.org/speeches/sp130708.pdf>

Adicionalmente, si se produjera un ajuste macroeconómico repentino, podrían generarse presiones significativas sobre el tipo de cambio. En esta situación, el Comité considera que para los bancos centrales de la región no sería apropiado resistir tales presiones de manera indiscriminada. En efecto, un debilitamiento de las monedas nacionales puede contribuir significativamente a mitigar los efectos de una reversión de los flujos de capitales, ayudando a restablecer el equilibrio de la cuenta corriente.

Otra fuente de riesgo de las decisiones de política inadecuadas se relaciona con la respuesta de los entes reguladores. El Comité considera que una relajación de las normas de regulación y de los estándares de supervisión, en medio de un deterioro del entorno económico externo, podría implicar riesgos significativos, después de un período de auge crediticio y de rápida expansión de las diversas formas de actividad financiera no bancaria (*shadow banking*) y sus asociados pasivos ocultos.

Un riesgo común en los mercados emergentes, dentro y fuera de la región, es que es probable que las opciones de alivios proporcionadas por los organismos multilaterales y la comunidad internacional sean más limitadas que las ofrecidas para lidiar con crisis anteriores. A pesar de que el FMI ha establecido una línea de crédito flexible, los montos disponibles podrían no ser suficientes para cubrir la demanda que resultaría de un episodio de turbulencia sistémica en los mercados emergentes. A diferencia de episodios anteriores, el Comité considera que, dadas las condiciones políticas y económicas en las economías avanzadas, es extremadamente improbable contar con asistencia financiera bilateral o multilateral sustancial que pudiera complementar el rol potencial de los organismos multilaterales.

Por otra parte la experiencia de la pasada crisis global sugiere que, si un evento sistémico ocurriera en los mercados emergentes, la participación del sector privado, tanto de los tenedores de bonos como de los grupos de interés del sector bancario, será requerida como parte de cualquier esquema de financiamiento multilateral de emergencia, a la luz de la experiencia europea reciente.

III. Desafíos de políticas públicas

El Comité ha identificado cuatro áreas en las cuales las autoridades deben adoptar una postura proactiva, en anticipación a las fluctuantes condiciones económicas anteriormente identificadas. El primer ámbito se refiere a la necesidad de identificar las fuentes de las deudas ocultas en la economía y evaluar su magnitud. Como se menciona anteriormente, la investigación reciente llevada a cabo por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sugiere que el problema puede estar agravando.

El segundo ámbito se refiere a la evaluación de cuán suficientes son las reservas internacionales en el nuevo entorno. Como es bien sabido, las reservas internacionales son un poderoso instrumento que las economías de mercados emergentes pueden utilizar para reducir su vulnerabilidad frente a las interrupciones súbitas de los flujos de capitales. De hecho, con la

excepción de Argentina y Venezuela, las reservas internacionales se han incrementado de manera significativa en la mayor parte de América Latina. Por ejemplo, las reservas internacionales de Brasil y México aumentaron de USD 193 mil millones y USD 94 mil millones en 2008 a USD 379 mil millones y USD 167 mil millones en 2013, respectivamente.

Sin embargo, hay un debate en curso en los círculos académicos y políticos en cuanto a si tal acumulación de reservas es excesiva o demasiado baja, con posiciones sólidas en ambos lados del espectro de discusión. Sobre la base de una evaluación empírica cuidadosa, el Comité considera que, en relación con los stocks actuales, el nivel deseable de reservas internacionales ha aumentado bajo los acontecimientos recientes. Una razón clave de este resultado radica en el deterioro en las balanzas por cuenta corriente, mencionado anteriormente.

En cuanto a los efectos reales de una interrupción súbita de los flujos de capitales, el Comité considera que los hacedores de políticas podrían enfrentar un importante dilema entre empleo y desigualdad de ingresos al momento de decidir sobre su respuesta de política monetaria. A medida que la economía se ajusta a la interrupción súbita de capitales, una decisión crucial que enfrenta el banco central es si se debe permitir una significativa depreciación de la moneda nacional, o no. Esto es particularmente cierto en las circunstancias actuales, ya que la interrupción de los flujos de capitales vendría justo después de un boom crediticio que apreció las monedas de los mercados emergentes hasta niveles que serían insostenibles después de una contracción del crédito. Análisis empíricos recientes sugieren que los países que optan por una mayor flexibilidad del tipo de cambio (y por lo tanto por una mayor inflación transitoria) tienden a experimentar menores salarios reales y desempleo, con una decreciente participación del trabajo en el ingreso real total. Por el contrario, los países que adoptan un tipo de cambio más rígido presentan mayores salarios reales y desempleo, con la participación del trabajo manteniéndose estable. Esas son las razones fundamentales que están detrás de la disyuntiva entre el empleo y la desigualdad².

Por último, el Comité considera que, cuando se enfrenta una reducción de la demanda agregada en respuesta a una suspensión súbita de los flujos de capitales, las políticas deberían dar prioridad a la estabilidad de la inversión por encima del consumo durante el proceso de ajuste. En crisis anteriores, los déficits en cuenta corriente se corrigieron principalmente a través del colapso de la inversión, con consecuencias adversas para el crecimiento en el mediano plazo.

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Centro para el Desarrollo Global (CGD), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Banco Central de Chile y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por financiar sus actividades durante el 2013. El Comité agradece a María Alejandra Amado y María Cecilia Ramírez por su apoyo en la elaboración de esta declaración. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.

² Véase Calvo, G., F. Coricelli y P. Ottonello (2013) "Jobless recoveries during financial crises: Is inflation the way out?" NBER Working Paper No. 19683, noviembre.