

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

Declaración No. 32

Lima, 28 de Octubre de 2014

Desaceleración de las economías emergentes: Retos de política económica a nivel global y nacional

I. Cambio en las perspectivas de crecimiento de la economía global

Hacia fines de la crisis de 2008 era común suponer que las economías avanzadas habrían de recuperarse de manera similar a como lo había hecho tras otras épocas recesivas en el pasado, mientras que se esperaba que las economías emergentes actuarían como la locomotora del crecimiento mundial por un periodo relativamente largo de tiempo. Hasta mediados de 2011 esta perspectiva parecía que iba a concretarse. Sin embargo, lo efectivamente observado difiere en grado relativamente importante respecto de ese escenario. Por ejemplo, las proyecciones sobre crecimiento económico publicadas por el FMI en el World Economic Outlook (WEO) de Octubre de 2009 estaban planteando una tasa de crecimiento mundial de 4,5 por ciento para 2014, mientras que en la versión más reciente dicho estimativo se reduce a 3,3 por ciento. Aunque en el caso de Estados Unidos el ajuste es mínimo, en otras regiones el tamaño de la revisión es importante. En Europa la proyección se revisa en -1,3 por ciento, en Japón -0,9 por ciento y en el mundo emergente -2,2 por ciento.

El sentimiento generalizado entre los observadores de la economía internacional es, por lo tanto, crecientemente pesimista y los ajustes en las proyecciones responden al hecho de que la recuperación observada en la realidad ha sido bastante más débil de lo anticipado. En el caso de las economías avanzadas la lentitud del proceso de recuperación ha incluso llevado a algunos a sugerir la posibilidad de que estarían entrando en un proceso de estancamiento secular lo que está llevando a enfatizar en forma creciente la necesidad de implementar reformas estructurales que aumenten la innovación y la productividad. En particular, el estancamiento en Europa ha alcanzado a todo el continente.

Las revisiones han sido particularmente fuertes en el caso de América Latina, región en la cual el pronóstico de crecimiento publicado en el WEO baja de 4 por ciento a 1,3 por ciento entre 2009 y la actualidad. En particular, las economías más grandes de la región son de las que han sufrido las mayores revisiones en sus perspectivas para 2014. Entre 2009 y la actualidad, la revisión para Argentina es de -4,7 por ciento, en Brasil, Chile y Venezuela es -3,4 por ciento, en México es -2,5 por ciento y en Perú es -1,9 por ciento.

En América Latina lo cierto es que una parte importante de estas revisiones se deben a una reversión de las tasas de crecimiento hacia tasas potenciales similares a su promedio histórico tras un período de fuerte expansión. Con ello se interrumpiría el proceso de convergencia del PBI per cápita de la región al de los EEUU que se había iniciado en 2003.

En efecto, como se discutió en la Declaración No. 26, la región se vio beneficiada por la agresividad con la cual los bancos centrales del mundo avanzado, en particular la FED, respondieron al shock de 2008. Las reducciones fuertes en tasa de interés y la compra masiva de activos financieros cambiaron fuertemente la dinámica del mercado de capitales internacional, aumentando la demanda por activos emitidos en la región. Entre 2010 y 2013 la región aumentó su financiamiento externo para sostener flujos crecientes de gasto, tanto público como privado, lo que se reflejó en mayores déficits de cuenta corriente.

Paralelamente, la región se benefició por la fuerte política anticíclica implementada en China de cara a la crisis de 2008. En China la política económica fue incluso más expansiva que en los países avanzados e implicó una expansión sustancial del crédito bancario y no bancario y un impulso a la demanda por materias primas que tendió a contrarrestar el efecto adverso proveniente del mundo avanzado.

Parte de la desaceleración de la región es claramente cíclica ya que, tras el boom en el precio de las materias primas, existió un fuerte aumento en la inversión asociada a estos sectores que ahora está concluyendo. Esto ha sido particularmente relevante en Chile y Perú. Por último, en algunas economías, dificultades de política doméstica e incertidumbre frente a la implementación de reformas han frenado la expansión de la demanda.

Los estímulos monetarios en EEUU y buena parte del mundo avanzado junto con la expansión crediticia en China mitigaron los efectos de la crisis de 2008 en la región, atenuando los efectos sobre el gasto y la tasa de crecimiento. Sin embargo, desde que se empezaron a anunciar medidas tendientes a normalizar la postura de la política monetaria en EEUU es claro que los mercados financieros de la región se vieron afectados. Desde que se anunció el retiro del estímulo monetario en los EEUU, por ejemplo, las monedas de la región se han depreciado y las primas de riesgo han aumentado.

II. Factores adicionales de riesgo en el escenario global

Comparado con el escenario descrito, el Comité entiende que existen dos factores adicionales de riesgo que no han sido internalizados adecuadamente por el consenso actual. En primer lugar, estamos asistiendo a un fenómeno financiero mundial sin antecedentes en la posguerra. La crisis hipotecaria se originó en los países económicamente avanzados y tuvo fuertes repercusiones en los emergentes. Estas repercusiones tuvieron un giro inesperado. Inicialmente, se temió que resultaran en una fuerte recesión en las economías emergentes, dada las características de la crisis anterior en Rusia en 1998 en la que un factor relativamente menor asociado con el default parcial de la deuda rusa tuvo un impacto generalizado muy fuerte en los emergentes. La crisis hipotecaria, por el contrario, luego de provocar una fuerte contracción en las exportaciones de los emergentes, estuvo asociada con una recuperación rápida e inesperada que, además, mantuvo su dinamismo hasta mediados de 2011. Este es uno de los aspectos más novedosos de la fase pos-Lehman de la crisis.

La crisis de Lehman produjo una destrucción masiva e importante de activos líquidos de bajo riesgo (llamados *Safe Assets*). Estos activos son importantes como medios de pago y como colateral del crédito. Algunos cálculos estiman que esta destrucción de activos líquidos de bajo riesgo fue de alrededor del 25 por ciento del producto mundial. Esta situación creó una demanda insatisfecha por ellos, lo que dio incentivos a crear otros activos que, sin llegar a ese nivel de bajo riesgo, tuvieran liquidez similar.

Los activos de los emergentes, que sufrieron relativamente menos los estragos de la crisis financiera, resultaron ser una buena alternativa a los activos líquidos de bajo riesgo mejorando su liquidez. En América Latina, la mejora de la calificación crediticia de países que alcanzaron el grado de inversión fue un factor importante que incrementó la demanda de sus activos por parte de inversores institucionales, tales como fondos de pensión y compañías de seguros.

La creación de liquidez en los emergentes se vio facilitado por una tasa de interés de corto plazo cercana a cero en los avanzados y el hecho de que la crisis de Lehman conllevó en los países avanzados a mayores regulaciones (requerimientos de capital y liquidez) de los bancos tradicionales y también de los bancos de inversión. Esto último dio lugar a una fuerte expansión de instituciones, tales como fondos de inversión y de cobertura, mucho menos reguladas y con menos limitaciones para intermediar y mantener activos de riesgo en sus carteras. Este proceso, a su vez, contribuyó a darles mayor liquidez a los bonos de las economías emergentes.

El problema central que enfrentan los emergentes en este momento es que la liquidez de esos activos podría ser altamente susceptible a una fuerte caída cuando suban las tasas de interés de la FED, un hecho que el mercado ha empezado a anticipar. Ya la FED ha comenzado a endurecer su política monetaria a través de una contracción de lo que se llama *Quantitative Easing* (QE), pero este endurecimiento es mucho menos peligroso que la alternativa de subir la tasa de interés de política económica en los avanzados, dado que los activos de altísima liquidez, como son los

bonos del Tesoro de EEUU, compiten directamente con los activos líquidos de los emergentes, especialmente aquellos que se expandieron en respuesta a la crisis financiera. Este factor hace temer que una suba en las tasas de interés internacionales detenga el flujo de capitales del estilo mencionado más arriba (es decir, un *Sudden Stop*), entre las cuales se cuenta una caída importante del nivel de actividad y empleo.

Un problema adicional es la falta de claridad de la FED con respecto a sus decisiones futuras, debido a la alta complejidad de la situación. La normalización de la situación financiera en los EEUU debiera estar acompañada de un aumento en las tasas de interés para evitar presiones inflacionarias. Sin embargo, el aumento de las tasas de interés puede tener efectos importantes en ese país y en la economía global, difíciles de anticipar, que ponen a la FED en un dilema que puede generar incertidumbre sobre la naturaleza y el *timing* de sus decisiones.

Un segundo factor de riesgo adicional es que existen razones de peso por las cuales China podría estar enfrentando una desaceleración mucho más significativa en su crecimiento de la que surge del consenso actual. Por un lado, la calidad de la inversión ha sido desigual, ya que dio lugar a un exceso de capacidad en el sector de bienes raíces y a un aumento en el gasto por parte de los gobiernos locales en proyectos de infraestructura ambiciosos, pero de baja eficiencia. A su vez, la decreciente calidad de los proyectos, aunada a un endeudamiento significativo por parte del sector empresarial y los gobiernos locales, podría conducir a tasas de inversión más bajas y perspectivas de menor crecimiento. De hecho, la inversión en el mercado inmobiliario ya ha empezado a caer y los precios de las viviendas en varias ciudades han comenzado a deprimirse.

Por otro lado, el rápido aumento de la inversión de China ha estado asociado al aumento, igualmente rápido, del crédito interno. El financiamiento social total se incrementó de cerca de 120 por ciento del PIB en 2008, a más de 200 por ciento del PIB en 2014.¹ Si bien una parte importante de la expansión del crédito ha tenido lugar a través del sistema bancario regulado, el crédito se ha canalizado crecientemente a través de fideicomisos y otros instrumentos no regulados, que habitualmente se conocen como “*shadow banking*”. Los activos en este sistema se estiman actualmente en 30 por ciento de los activos del sistema bancario tradicional. La combinación de un auge de crédito con inversiones de baja productividad ha aumentado la fragilidad del sector financiero en China.

III. Factores regionales de riesgo

Un tercer factor de riesgo adicional particularmente relevante para la región es la posibilidad que los precios de las materias primas se reduzcan de manera más rápida de lo que el consenso actual internaliza. De hecho hemos asistido recientemente a una disminución significativa en el precio de productos agrícolas, el petróleo, y los metales desde sus picos más altos.

¹ El financiamiento social es definido por el Banco Popular de China como un barómetro económico que agrega el financiamiento total por parte de entidades chinas no estatales, incluyendo individuos y empresas no financieras.

Estos riesgos adicionales que el Comité ha identificado encuentran a América Latina en condiciones iniciales más frágiles que las que existían en el 2008. En primer lugar el exceso de gasto público y/o privado y un nivel insuficiente de ahorro llevó a un deterioro de los saldos de cuenta corriente aún antes de que cayeran los precios de las materias primas. En segundo lugar, el déficit fiscal ha aumentado en varios países, incluyendo aquellos en los que las políticas anticíclicas adoptadas en el 2009 no se revertieron durante la recuperación posterior. En tercer lugar, los costos domésticos de producción crecieron más rápidamente que el valor de la productividad, reduciendo la competitividad de los sectores transables no productores de materias primas. En cuarto lugar, los niveles de endeudamiento de las empresas y familias son relativamente altos en varios países. En quinto lugar, los esfuerzos por aumentar la productividad en la región han sido claramente insuficientes.

En estas condiciones ha aumentado la probabilidad de que las evaluadoras de riesgo reduzcan la calificación crediticia en algunos países. Esta eventualidad podría agravarse y generalizarse en el caso de que hubiera una revisión del riesgo de la clase de activos que representan los bonos de las economías emergentes, como consecuencia de un eventual aumento de las tasas de interés en EEUU.

Asimismo, esta combinación de factores podría generar depreciaciones abruptas, lo que, en algunos países, que aún mantienen un alto grado de dolarización financiera, podrían generar efectos adversos sobre los balances públicos y de los sectores privados no transables y en otros, donde aún existe un *pass-through* significativo, podrían generar presiones inflacionarias.

IV. Implicancias de Política

Los riesgos del escenario global descrito anteriormente tienen una dimensión claramente sistémica. Un aumento repentino en las tasas de interés internacionales, acompañado por una caída en el precio de una amplia gama de activos, en un contexto de desaceleración económica puede generar una fuerte pérdida de confianza en las economías emergentes. El Comité cree que de materializarse este escenario la arquitectura financiera actual, compuesta por bancos centrales locales y las instituciones multilaterales, es inadecuada para responder a los desafíos que dicho escenario conlleva. Entonces, el restablecimiento del equilibrio muy probablemente requerirá de una nueva provisión de liquidez por parte de la FED, esta vez hacia las economías emergentes. Sin embargo, parece improbable que dicha acción cuente con el apoyo del Congreso de los EEUU en la medida en que la recuperación de la economía de dicho país continúe en proceso de consolidación y que, por ende, no resulte claro que la inyección de liquidez esté en el interés de los EEUU.

En este contexto, el Comité cree que es deseable avanzar decididamente hacia un mayor fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional en cuanto a su capacidad de responder a un deterioro repentino en el contexto financiero global. En particular, el Comité favorece la creación de un Fondo para Mercados Emergentes (FME) con capacidad de intervenir en los

mercados de deuda soberana con el fin de contribuir a reducir la volatilidad. Dicho Fondo podría intervenir en los mercados de deuda en situaciones de turbulencia financiera sistémica y bajo reglas predeterminadas, tales como realizar transacciones basadas en una canasta de bonos (por ejemplo, la del EMBI), o establecer líneas de swaps con bancos centrales al estilo de la experiencia durante la crisis financiera global.

Un potencial problema con este tipo de iniciativa es que está sujeta a la crítica usual de riesgo moral. Sin embargo, el Comité cree que este problema no es de gran envergadura pues el FME se centra en estabilizar un índice de precios de una canasta de bonos de muchos países y no de países individuales. Aún si el argumento de riesgo moral pueda tener algún mérito, así como que no puede descartarse que el FME experimente pérdidas durante sus intervenciones, la experiencia de la crisis 2008-2009 demostró que contar con instrumentos poderosos que tengan la característica de prestamista de última instancia en situaciones sistémicas de pérdida de confianza suele derivar en beneficios que superan los costos.

Ya en declaraciones anteriores (ver Declaración No. 27), el Comité había expresado claramente la necesidad de complementar el rol de las instituciones multilaterales actuales, en particular el FMI. En este sentido, y a nivel regional, el Comité se manifestó en favor de crear un Fondo Latino Americano de Liquidez con dos funciones principales: 1) la provisión de liquidez al sector público y 2) la provisión de préstamos para mitigar la posible volatilidad en las líneas de comercio exterior. El Comité estimó que dicha institución debía contar con un objetivo de capital de USD 50 billones y una capacidad prestable de USD 100 billones, equivalente a la necesidad neta de liquidez de la región durante la crisis de 2008-2009.

Ante el escenario actual, el Comité recomienda a los países de la región realizar nuevos *stress tests* que permitan actualizar las posibles necesidades de financiamiento de los sectores público y privado asociadas con un repentino incremento en las tasas de interés internacionales en un contexto de desaceleración económica y caída de precios internacionales de materias primas.

En las secciones anteriores identificamos como fuente importante de riesgo el crecimiento del “*shadow banking*” en respuesta a una mayor presión regulatoria al sistema bancario tradicional. Para contener el arbitraje regulatorio, el Comité recomienda que los marcos regulatorios tiendan a tratar de manera coherente a actividades similares, independientemente de si dichas actividades las realiza un banco u otra entidad, en la medida en que se deriven riesgos sistémicos que requieran la acción potencial de un prestamista de última instancia como el banco central. Esto implica un cambio del enfoque regulatorio tradicional de “regular por instituciones” a “regular por funciones”. Además, con el fin de evitar la interconexión entre el riesgos soberano y riesgo financiero, es recomendable excluir la deuda pública de la definición de “activos de la más alta liquidez” recomendada por Basilea III cuando se trate de países cuyos títulos soberanos estén sujetos a alta volatilidad en situaciones de turbulencia financiera.

El cambio de enfoque mencionado en los marcos regulatorios sugiere la conveniencia de consolidar las responsabilidades regulatorias y de supervisión bancaria, de los mercados de capitales y de seguros en una misma institución. Algunos países de la región, como Colombia y México, ya se han movido en esta dirección. Sin embargo, en los EEUU y en la UE los reguladores bancarios permanecen separados de los otros reguladores de los mercados de capitales.

La perspectiva de que aumente la volatilidad en los mercados de capitales y que enfrente la región a interrupciones bruscas en los inlfujos de capitales también presenta desafíos para la política económica doméstica a nivel regional. Un deterioro en la confianza en los mercados de capitales puede generar una contracción en el crédito bancario que puede magnificar el freno al crecimiento económico. Durante la crisis de 2008 y 2009, se ha demostrado que en tal caso los bancos públicos pueden jugar un rol anticíclico beneficioso que mitigue la contracción del crédito de la banca privada. En los países en donde existe banca pública, el Comité cree que se debe fortalecer el rol anticíclico del crédito provisto por dichas instituciones, para lo cual las administraciones de los bancos públicos deben adoptar explícitamente dicho objetivo de política y desarrollar estrategias específicas para ejercer adecuadamente dicho rol.

En términos de la política cambiaria, el Comité recuerda de la necesidad de mantener una adecuada flexibilidad cambiaria y evitar comportamientos del tipo “miedo a flotar”. Los países que logren reducir al máximo los descalces cambiarios en las hojas de balance y la dolarización estarán en mejores condiciones para enfrentar los desafíos de una mayor volatilidad financiera y un menor crecimiento económico.

Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

Guillermo Calvo, Profesor, Universidad de Columbia; ex Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo

Alberto Carrasquilla, Socio Fundador, Konfigura Capital S.A.; ex Ministro de Hacienda, Colombia

Pedro Carvalho de Mello, Profesor, Fundación Getulio Vargas; ex Director, Comissao de Valores Mobiliarios, Brasil

José De Gregorio, Profesor, Universidad de Chile; ex Presidente del Banco Central de Chile

Roque Benjamin Fernandez, Profesor, Universidad del CEMA; ex Ministro de Economía, y Obras y Servicios Públicos, Argentina

Pablo Guidotti, Profesor, Universidad Torcuato di Tella; ex Secretario de Hacienda y Vice-Ministro de Economía, Argentina

Guillermo Perry, Profesor, Universidad de los Andes; ex Ministro de Hacienda, Colombia y ex Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial

Liliana Rojas-Suarez, Presidente, CLAAF; Directora, Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development, y ex Economista Jefe para América Latina de Deutsche Bank

Ernesto Talvi, Director, CERES e Iniciativa Brookings Global-CERES para América Latina; ex Economista Jefe, Banco Central del Uruguay

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo del el Banco Central de Reserva de Perú para la elaboración de esta declaración, y al Centro para el Desarrollo Global (CGD), el Banco Central de Chile, y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por financiamiento adicional de sus actividades durante el 2014. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.