

.

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

Declaración No. 24

**6 de Junio del 2011
Washington, D.C.**

¿Se encuentran los problemas en el Norte generando una nueva crisis en el Sur? Alternativas para América Latina

I. El escenario global

Si bien el ambiente externo de América Latina ha mejorado significativamente desde el comienzo de la crisis financiera global del 2008-2009, la dinámica actual en las economías avanzadas se mantiene sujeta a una gran incertidumbre y representa riesgos potenciales importantes para la región en el mediano plazo. Los riesgos para América Latina se derivan de tres fuentes principales (e interconectadas): 1) la evolución de la economía de los Estados Unidos, 2) la resolución de la crisis de la deuda europea, y 3) las políticas y cambios regulatorios de las economías avanzadas que afectan a los mercados de capital internacionales.

Con respecto a la economía estadounidense, la crisis financiera ha puesto al descubierto desafíos estructurales significativos. El impacto de la crisis ha sido muy diferente a lo largo de los distintos sectores de la economía de los Estados Unidos. Los hogares y las instituciones financieras se encuentran en un proceso prolongado de desapalancamiento, mientras que las pequeñas empresas se enfrentan a ajustadas restricciones de crédito. En contraste, grandes corporaciones y el gobierno federal de los Estados Unidos se encuentran disfrutando actualmente de amplias condiciones de liquidez. En este contexto, los mayores problemas sin resolver son el sobreendeudamiento hipotecario y la creciente deuda pública.

La economía de los Estados Unidos ha estado enfrentando por algún tiempo una presión a la baja en los salarios reales que se deriva de la expansión de la economía China (especialmente, del crecimiento de su fuerza laboral con salarios bajos) y el uso de prácticas de *outsourcing* por parte de corporaciones estadounidenses. Estas presiones han sido compensadas en años previos a la crisis financiera por una fuerte expansión en los sectores no transables y de mano de obra intensiva (como el sector de la construcción) impulsadas por la burbuja inmobiliaria. Dado que la crisis financiera ha impactado

directamente en estos sectores, la presión a la baja en los salarios reales ahora juega un rol significativo en explicar la debilidad del mercado laboral de Estados Unidos a pesar de la recuperación en la actividad económica y el patrimonio neto de los hogares.

Debido al estancamiento político en materia presupuestaria, lo más probable es que la política de los Estados Unidos se base de forma casi exclusiva en la política monetaria. En un contexto de desempleo persistente, crecimiento lento y altos niveles de endeudamiento tanto en el sector público como en el privado, es probable que la política monetaria de los Estados Unidos permanezca acomodativa a menos que ocurran significativas sorpresas negativas en la inflación.

Por ello, ante este escenario base, el Comité considera que lo más probable es que la recuperación de la economía de Estados Unidos, y especialmente del empleo, sea modesto según estándares históricos. Más aún, los posibles bajos niveles de tasas de interés nominal y tasas de interés real negativas en los Estados Unidos continuarán apoyando las condiciones para una mayor entrada de capitales en los mercados emergentes.

Con respecto a la posible evolución de la crisis de deuda europea, el Comité ve riesgos significativos e incertidumbre derivada de la actual estrategia de la Eurozona. Basado en experiencias pasadas alrededor del mundo, el Comité considera que es poco probable que la actual estrategia de proveer asistencia financiera a cambio de ajuste fiscal en Grecia restablezca el crecimiento en el mediano plazo en la medida en que la situación fiscal del país no se vuelva claramente sostenible ante los ojos de los mercados de capitales. Si bien es probable que la actual estrategia posponga una resolución, el Comité cree que, al final, Europa enfrentará uno de dos posibles escenarios: 1) una reestructuración negativa de la deuda en Grecia y posiblemente en otras economías europeas, o 2) un abierto rescate financiero a Grecia, y posiblemente a otros países afectados, por parte de los gobiernos de la Eurozona que dé como resultado una reducción significativa de la deuda y un tratamiento relativamente benigno para los tenedores de bonos. Sin embargo, un manejo desordenado de la crisis de la deuda en Europa puede traer severos efectos de contagio en América Latina, especialmente en vista de la gran presencia de bancos de capital extranjero en la región.

La situación de deuda alta en Europa ha traído a la luz un viejo desafío para la región: la necesidad de aumentar la productividad. No obstante, la reforma estructural requerida para generar una mejora significativa en los prospectos de crecimiento enfrenta retos económicos y políticos. En vista de estas condiciones, nuestro escenario base asume una recuperación del crecimiento lenta en las economías avanzadas como un todo.

El Comité considera improbable el desarrollo de presiones inflacionarias sostenidas en las economías avanzadas en un corto plazo. Sin embargo, en términos del mercado internacional de capitales, acciones de política como respuesta al deterioro de las condiciones en la deuda pública pueden resultar en la adopción de regulaciones que podrían tener semejanza con medidas históricamente asociadas al concepto de represión

financiera. Un ejemplo de estas acciones es el aumento en la porción de deuda pública en el balance general de los bancos comerciales y los fondos de pensiones.¹

II. Efectos del escenario global en América Latina

Frente al escenario base externo discutido con anterioridad, es probable que América Latina enfrente continuas y significativas entradas de capitales. Fuertes entradas de capitales han sido asociadas, en diferentes grados, con déficits crecientes de cuenta corriente, apreciación del tipo de cambio real, y booms del crédito.²

Desde el comienzo de la entrada de flujos, el rápido incremento en los precios de los inmuebles y de las acciones han generado preocupaciones acerca del desarrollo de burbujas en el precio de los activos de varias economías de América Latina. Las burbujas en el precio de los activos son reforzadas por la percepción de una gran liquidez en los mercados domésticos, aunque dicha percepción puede probar ser muy volátil. El crecimiento del precio de los activos también es exacerbado por regulaciones que requieren que los fondos de pensiones inviertan en activos domésticos.

De alguna preocupación es que las tasas de ahorro en la región se mantengan bajas y cayendo; los balances de cuenta corriente se encuentran cambiando rápidamente hacia una posición de déficit en países con superávit o se están deteriorando aún más en la mayoría de países con déficit. Es así que la región se encuentra regresando a su dependencia histórica en el ahorro extranjero. Este deterioro está ocurriendo a pesar de la caída en los altos precios mundiales de los *commodities*.

La expansión de la demanda doméstica se encuentra contribuyendo a la apreciación del tipo de cambio real a lo largo de la región e inquietudes acerca de los problemas de la “enfermedad holandesa” han resurgido. En la medida en que los bancos centrales intervienen en mercados de tipo de cambio para mitigar la apreciación nominal, esto también exagera el rápido crecimiento del crédito y el aumento de la inflación doméstica. Existe una considerable variación a lo largo de los países en la región.

El aumento repentino en la entrada de capitales ha provocado un número de respuestas de política muy poco coordinadas. Muchos bancos centrales han recurrido a una importante intervención en el mercado cambiario, a las operaciones de esterilización, a incrementar el requerimiento de reservas, y a la adopción de controles de capital. En algunos países, los reguladores han implementado o se encuentran considerando la adopción de requerimientos de capital contra cíclicos y/o otras regulaciones macroprudenciales.

¹ Por ejemplo, durante el 2009 el Reino Unido aumentó la participación requerida de los bonos del gobierno en manos de los bancos. En el 2010, Francia convirtió el fondo de pensión de reserva en un comprador cautivo de bonos del gobierno. Los requerimientos de liquidez de Basilea III exigen que los bancos inviertan en bonos del gobierno domésticos.

² Para agregados regionales, ver el World Economic Outlook del FMI, Abril 2011.

A pesar de la extendida respuesta de política, las entradas de capital se han mantenido fuertes. Más aún, la adopción de controles de capital en algunos países puede estar desplazando las presiones a la apreciación del tipo de cambio a otros países vecinos. La ausencia o limitada apreciación de la moneda en China y en otras economías asiáticas exacerba las presiones mencionadas anteriormente.

La rápida expansión del crédito plantea la pregunta de si están destinados a la formación de capital y proyectos productivos, a diferencia de solo impulsar un mayor consumo y el endeudamiento de las familias. Más aún, el crecimiento significativo del crédito genera preocupaciones acerca de la calidad en general de los nuevos préstamos, así como de las presiones inflacionarias.

III. Recomendaciones de política

En vista de los retos de la región para manejar el actual aumento repentino de la entrada de capitales, el Comité ha considerado un número de opciones de política adicionales que pueden ser útiles para lidiar con los riesgos asociados con el antes mencionado aumento repentino, así como con la potencial parada repentina en el flujo de capitales que puede ocurrir si las condiciones externas empeoran en el futuro.

Las recomendaciones del Comité se concentran principalmente en los riesgos que plantea el actual boom crediticio en un contexto de bajas tasas de ahorro domésticas. Algunas de las recomendaciones tienen una naturaleza predominantemente estructural para formar los incentivos de ahorro, mientras que otras tratan de políticas contra cíclicas como respuesta a los flujos.

Cíclicos: Booms crediticios

Dada la importancia relativa que juega el sistema bancario en el desarrollo de expansiones en el crédito, el Comité ha concluido que el marco macro-prudencial que se le debe aplicar al sistema financiero necesita ser reforzado en las siguientes direcciones:

- **Los bancos centrales deben considerar la adopción de límites explícitos al crecimiento del crédito (por ejemplo, un objetivo máximo aplicable al incremento anual de los activos del banco, implementada a nivel del banco).** Este instrumento puede ser altamente efectivo en prevenir el crecimiento excesivo del crédito, y alinear el crecimiento de los activos de los bancos a objetivos macroeconómicos, así como a la capacidad de los bancos para manejar el riesgo asociado con una rápida expansión de sus balances.
- **En el contexto actual es apropiado aumentar aún más el requerimiento de capital mínimo (que en muchos países se encuentra se encuentra en el rango de 10-12% de los activos en riesgo), e introducir requerimientos de capital y provisiones contra cíclicos, línea con lo recomendado por Basilea III aunque adaptado y calibrado para las instituciones financieras de América Latina.**

- El fondeo que no proviene de los depósitos ha probado ser volátil. Por ello, **el desajuste de madurez y monedas asociados con fondeo al por mayor (especialmente externo) debe ser limitado.**
- De manera similar, **los bancos centrales deben considerar la adopción de regulaciones diseñadas a limitar el tamaño de las actividades fuera del balance general de los bancos.** Esto es especialmente importante para países en donde la habilidad para supervisor de forma adecuada el riesgo es insuficiente.
- Una fuente de preocupación es el potencial efecto negativo en el crédito que proviene de problemas bancarios externos en América Latina transmitidas a través de las operaciones de bancos extranjeros operando en la región. Los supervisores bancarios en la región deben evaluar cuidadosamente el impacto potencial de los problemas de la banca extranjera en sus países. En condiciones normales sucursales y subsidiarias de bancos extranjeros deben estar sujetas a los mismos requerimientos de capital y liquidez. No obstante, **se les debe dar a los supervisores la habilidad de imponer requerimientos suplementarios de liquidez en sucursales o subsidiarias de bancos extranjeros ante el evento que las condiciones que afectan sus casas matrices estén sujetas a un cambio material adverso.**³

Fortalecer regulaciones en el sistema bancario puede trasladar la entrada de capitales a mercados no financieros y de capital. Dado el potencial de que ocurra una burbuja en los precios de los activos, **el Comité recomienda aumentar el los requerimientos de margen en las transacciones de los mercados de capital a una base contra cíclica, ya que puede contribuir a mitigar el efecto de incrementos repentinos de flujos de capital afuera del sistema bancario.**

Adicionalmente, **el Comité recomienda relajar los requerimientos que obligan a los fondos de pensiones a invertir una porción significativa de sus activos en activos domésticos también puede contribuir a reducir las presiones de la entrada de capitales en precios de los activos domésticos.**

Estructurales: Tasas de ahorro

El uso de medidas impositivas dirigidas a cambiar los incentivos relativos entre el ahorro y el consumo es recomendado por el Comité como un medio para incrementar la tasa de ahorros en América Latina. En algunos países, como Argentina, el actual sistema tributario provee un subsidio abierto al endeudamiento al eximir a los ingresos por intereses del impuesto a las ganancias, mientras que el pago de intereses es deducible de impuestos como un gasto. Además, tal como en los Estados Unidos, una práctica común en América Latina es tratar el pago de intereses de hipotecas como deducible del impuesto a las ganancias. **Es así que las leyes impositivas existentes**

³ Regulaciones similares existen y han sido aplicadas por las autoridades regulatorias de Estados Unidos.

deben ser revisadas para eliminar cualquier sesgo pro deuda y alentar la inversión de capital.

También se estimularán el ahorro, así como la asignación de recursos, a través del desarrollo de mercados de capitales domésticos líquidos y profundos. **El Comité reconoce que, mientras que el objetivo de la política contra cíclica es el de prevenir los riesgos asociados con los booms crediticios, esta debe ser diseñada para minimizar su interferencia en el desarrollo de mercados de capital.**

¿Se encuentran los problemas en el Norte generando una nueva crisis en el Sur? Las bajas tasas de interés internacional ofrecen un contexto benigno para América Latina, pero las entradas de capital sostenidas han terminado mal muchas veces históricamente. Los booms crediticios y los grandes déficits de cuenta corriente han sido precursores de crisis bancarias y dificultades de deuda y, como tal, una postura de política contra cíclica activa es oportuna y apropiada.

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.