

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

Declaración No. 28

¿Seguirán los tiempos buenos? Los Riesgos Ocultos detrás de la bonanza en América Latina

I. Introducción

El importante shock financiero que experimentó la economía internacional en el periodo 2008-2009 ha sido seguido por respuestas de política sin precedentes por parte de las economías avanzadas. Este contexto ha tenido implicancias para América Latina en varios frentes. Por un lado, el crecimiento en la región se ha beneficiado del entorno de bajas tasas de interés prevaleciente en los mercados internacionales. Por otro lado, considerables entradas de capital y una mejora en los términos de intercambio, exacerbados por los efectos de una abundante liquidez, generan desafíos para los hacedores de política.

Esta declaración está compuesta por dos secciones principales. La primera sección evalúa las implicancias de la actual situación de la economía mundial en el futuro de América Latina. El Comité identifica tres fuentes importantes de riesgos ocultos para la región: 1) el comportamiento futuro de las tasas de interés mundiales; 2) la desaceleración del crecimiento económico a pesar de la mejora en los términos de intercambio, y 3) el papel que juegan las políticas domésticas inadecuadas.

Sobre la base de la discusión anterior, la segunda sección analiza las principales lecciones para la región en cuanto al diseño de la política monetaria y el rol del banco central.

II. Fuentes de riesgo para América Latina a partir de la situación actual de la economía mundial

¿Es probable un fuerte aumento de las tasas de interés internacionales?

La incipiente recuperación de la economía de EE.UU. nos plantea la pregunta acerca de qué tan probable es que la postura de política de la FED cambie en el corto plazo y, de ocurrir esto, si habrá un fuerte aumento de las tasas de interés internacionales de corto plazo. Este cambio de política podría ser provocado por un aumento repentino de las expectativas inflacionarias, debido a las preocupaciones por el exceso de liquidez, o dudas acerca de la efectividad de la postura de política actual. Este es un tema central porque, como es bien sabido, un incremento drástico en las tasas de interés internacionales se asocia probablemente con una parada repentina de los flujos de capital a la región.

La preocupación de que las tasas de interés internacionales aumenten rápidamente una vez que la recuperación en la economía de EE.UU. se consolide, está relacionada con la posible reversión del estímulo monetario por parte de la FED. La perspectiva convencional es que si se reactiva el crédito y los bancos reducen sus depósitos en el banco central, este último tendría que llevar a cabo operaciones de mercado abierto para absorber el exceso de liquidez. La venta de bonos o de otros activos en las hojas de balance de la FED incrementarían, a su vez, las tasas de interés. Aunque otros bancos centrales importantes también han realizado políticas monetarias expansivas, sus perspectivas en cuanto a la recuperación de la actividad económica son más inciertas, lo que hace que un incremento de las tasas de interés en dichos países sea menos probable.

Sin embargo, la perspectiva convencional puede subestimar el papel crucial que juegan los bonos de gobierno. Bajo las circunstancias actuales, los bonos de gobierno son un elemento integral de la liquidez. Dado que la crisis financiera destruyó gran parte de los activos seguros y que los mercados se mantienen vulnerables, el colateral es escaso y particularmente importante para la concesión de créditos. A medida que la economía estadounidense reactiva su crecimiento y los créditos bancarios incrementan, la demanda por bonos de gobierno como colateral también incrementa. Por lo tanto, la reversión de la hoja de balance de la Fed que incrementaría la oferta de bonos del Tesoro estadounidense, estaría acompañada de un correspondiente aumento en la demanda por colateral.

Por ende, el Comité considera que las tasas de interés pueden no aumentar de manera significativa en el corto plazo. No obstante, en el mediano plazo, al desaparecer la segmentación de mercado y al ser creados nuevos activos seguros por parte del sector privado, la demanda por bonos del Tesoro eventualmente caerá y las tasas de interés incrementarán.¹

Aunque la idea de una continuidad de tasas de interés internacionales en niveles bajos es favorable, la búsqueda de rentabilidad también ha reducido los rendimientos en los mercados emergentes a niveles record, y el riesgo puede estar subestimado. En este contexto, **el Comité**

¹ La hipótesis de que un incremento en las tasas de interés internacionales puede retrasarse por algún tiempo se pone en cuestión si es que las expectativas del mercado acerca de la sostenibilidad de la deuda estadounidense se vuelven pesimistas. En cuyo caso, las tasas de interés aumentarían drásticamente.

considera que el incremento de los rendimientos en los mercados emergentes como respuesta ante un incremento en las tasas de interés internacionales puede ser amplificado. Asimismo, tasas de interés internacionales continuamente bajas pueden llevar a los responsables de política a la complacencia y a retrasar la implementación de reformas necesarias.

¿Existe una “Resaca” por la mejora en los términos de intercambio?

En los años previos al estallido de la crisis financiera internacional, la mejora en los términos de intercambio, como resultado de altos precios de las materias primas, impulsaron un fuerte crecimiento económico. En la presente década, la mejora, sin precedentes, de los términos de intercambio coincidió con un largo periodo de alta liquidez externa. Superávits en cuenta corriente permitieron a muchas economías reducir su deuda externa y aumentar significativamente sus tenencias de reservas internacionales. Como resultado, la región se volvió más resistente a los shocks externos.

Sin embargo, la alta liquidez externa y el fuerte crecimiento económico también generaron una fuerte apreciación real de las monedas domésticas, especialmente en aquellos países cuyos bancos centrales dejaron flotar sus tipos de cambio nominales. La expansión económica se asoció con el aumento de los salarios reales y la caída del desempleo.

No obstante, a pesar de las evidentes ganancias que surgen a partir de una mejora en los términos de intercambio, muchas economías latinoamericanas están comenzando a experimentar una situación más complicada. Por un lado, la mejora en los términos de intercambio puede estar llegando a su fin y un mayor crecimiento a partir de esta fuente resulta poco probable en los próximos años. Por otro lado, la apreciación real de la moneda y salarios reales más altos están imponiendo crecientes cargas sobre la competitividad del sector transable, en particular, el sector industrial -un caso de “enfermedad holandesa”. Por ende, **el Comité considera que las perspectivas de crecimiento para varias economías de la región se han deteriorado, en particular, para el sector transable.**

La “resaca” a partir de las ganancias por términos de intercambio es bastante general y también está afectando a países que están menos integrados a los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, Argentina y Venezuela también están experimentando una desaceleración importante del crecimiento. A pesar de su utilización de controles de capital y de una menor flexibilidad del tipo de cambio, la apreciación real de sus monedas ha sido generada por una alta inflación.

Políticas domésticas riesgosas

Especialmente en los últimos cinco años, la mejora en los términos de intercambio puede haber hecho que la política fiscal y la cuenta corriente se vean más fuertes de lo que realmente son, ya que las ganancias a partir de las materias primas pueden haber estado temporalmente sobreestimadas. Además, en algunos países, el aumento de los ingresos fiscales asociados con el sector de materias primas, ha sido destinado a financiar un mayor gasto de gobierno, el cual es difícil de reducir si los términos de intercambio se revierten. Por lo tanto, **el Comité considera que los riesgos fiscales asociados con una posible reversión de los términos de intercambio en el futuro, han incrementado y pueden ser intensificados dadas las perspectivas de menor crecimiento discutidas anteriormente.**

En Chile, por ejemplo, los ingresos fiscales provenientes del cobre llegarán en el 2013 a la mitad de lo que eran en el 2012. Asimismo, la contribución del sector cobre a los ingresos fiscales totales es de menos del 10 por ciento en el 2013, en comparación con el 21 por ciento en el 2010 y 14 por ciento en el 2012. La disminución de los ingresos del cobre refleja no solo cambios en los precios, sino también el efecto de salarios reales más altos producto del fortalecimiento de la moneda doméstica.

El Comité también considera que el reciente deterioro de la cuenta corriente en varias economías es preocupante ya que, ante una reversión de los términos de intercambio, los déficits en cuenta corriente resultantes serán significativos. A su vez, un gran déficit en cuenta corriente expone a la economía al riesgo de un ajuste real importante en el caso de una parada repentina de los flujos de capital.

Una fuente adicional de riesgo proviene directamente de la expansión del sector financiero no bancario. Impulsado por una amplia liquidez externa y bajas tasas de interés, una tendencia reciente en los mercados financieros de América Latina ha sido la expansión del crédito no bancario, que incluye emisión de deuda por parte de las empresas en los mercados domésticos y externos; el crecimiento del crédito por parte de empresas de servicios financieros y los grandes minoristas. En este contexto, los bancos tradicionales han aumentado la proporción del crédito de consumo e hipotecario.

La expansión de diferentes formas de crédito fuera del sistema bancario puede ser vista como un hecho positivo, ya que refleja el desarrollo de los mercados de capital domésticos. Sin embargo, **el Comité considera que, dado que dicho desarrollo se produce bajo un menor grado de supervisión regulatoria, puede inducir a la acumulación de riesgos financieros ocultos. Esto es particularmente cierto si el crecimiento del crédito no bancario responde al arbitraje regulatorio y, por lo tanto, da lugar a un nivel excesivamente grande de apalancamiento en la economía.**

III. Lecciones a partir de la crisis financiera internacional para la banca central en América Latina

La crisis financiera internacional ha puesto en el tintero el marco de política convencional de los principales bancos centrales y proporciona una rica experiencia para repensar la banca central en América Latina. En todas las crisis financieras, la respuesta de los bancos centrales puede ser vista como una combinación del marco de política existente con acciones que responden a desafíos nuevos e imprevistos. Por lo tanto, la política del banco central en medio de una crisis financiera probablemente no resulte óptima, aunque ofrece lecciones valiosas para el diseño de futuras políticas.

Inicialmente, los bancos centrales en economías avanzadas se basaron en la tasa de interés como instrumento principal de política monetaria: la tasa de interés de política fue prácticamente reducida a cero. A medida que la crisis financiera se profundizó y dio lugar a una pérdida de confianza y de liquidez sin precedentes, el sector financiero se segmentó debido a un fuerte aumento en el riesgo de contraparte.

Cuando el mercado financiero se encuentra segmentado, la tasa de interés se vuelve menos efectiva como instrumento de política. Por lo tanto, los bancos centrales de economías avanzadas recurrieron a una amplia variedad de medidas no convencionales, tales como las diversas rondas de flexibilización cuantitativa en EE.UU., el Reino Unido y Japón. Además, fueron modificados significativamente los términos, requerimientos de colateral y madurez de los préstamos de los bancos centrales; se amplió el acceso a la ventanilla de descuento y se extendió la provisión de liquidez, incluso a algunas empresas no financieras. En resumen, los bancos centrales han actuado más allá de sus límites tradicionales, ya que la crisis de liquidez se extendió más allá de lo previsto.

Esta experiencia tiene implicancias importantes para la banca central en América Latina. En primer lugar, **el Comité considera que la tasa de interés de política no debe ser vista como único instrumento de política monetaria. La conducción de la política monetaria también debe basarse en una mayor variedad de instrumentos de política, tales como requisitos de liquidez o encajes, provisiones y requerimientos de capital contracíclicos.** Estos se conocen comúnmente como instrumentos macroprudenciales. Algunos países como Brasil y Perú ya utilizan estos instrumentos.

Además, **el Comité considera que las intervenciones cambiarias pueden ser deseables incluso cuando los bancos centrales operan bajo un régimen de tipo de cambio flexible. Es aconsejable que esta política esté claramente anunciada con el fin de evitar incertidumbre innecesaria en el mercado.** Además del importante papel de las reservas internacionales como mecanismo de cobertura frente a la volatilidad del mercado de capitales, debe recurrirse a la intervención cambiaria cuando los flujos de capital ejerzan una fuerte presión sobre la moneda doméstica. Por ejemplo, cuando un país enfrenta una gran entrada de capitales, el banco central puede estar tentado de incrementar la tasa de política para contener las presiones inflacionarias. Pero, contrariamente al pensamiento convencional que asocia el aumento de la tasa de interés a una política monetaria contractiva, el resultado puede ser el opuesto. Un incremento de la tasa de interés puede generar mayores flujos de capital que pueden resultar siendo expansivos para la economía. Además, la moneda doméstica puede fortalecerse en exceso. Por lo tanto, lo que se debe hacer frente a una entrada masiva de capital es una reducción de la tasa de interés y la imposición de mayores requerimientos de liquidez o, alternativamente, la adopción de controles a las entradas de capital.

La experiencia a partir de la crisis financiera internacional también muestra que los bancos centrales necesitan identificar cuidadosamente la definición de liquidez relevante en la economía con el fin de determinar en qué medida la liquidez del banco central puede ser provista si estallara una crisis. **El Comité considera que identificar dónde es que los bancos centrales pueden necesitar actuar como prestamistas de última instancia puede resultar en una extensión de su responsabilidad regulatoria y de supervisión.** El crecimiento de diferentes formas de crédito no bancario en los últimos años resalta los riesgos de limitar la responsabilidad de los bancos centrales solamente a la banca tradicional.

El desarrollo de los mercados financieros de América Latina está también acompañado de una creciente integración financiera. Como resultado, una serie de bancos internacionales de origen latinoamericano han expandido sus negocios transfronterizos. Por ejemplo, bancos como el Itau, en Brasil, Bancolombia en Colombia y el Banco de Crédito en Perú actualmente operan en varios países de la región. Además, los mercados financieros de América Central y Colombia se están integrando cada vez más a través de la expansión de los bancos colombianos en América Central. Aunque esto debe ser visto como un desarrollo positivo, **el Comité considera que debe ir acompañado de una cooperación fuerte y formal entre los supervisores bancarios; y los marcos regulatorios deben armonizarse para evitar el arbitraje regulatorio. Como mínimo, dichos bancos deben ser supervisados eficazmente sobre una base consolidada.**

La experiencia reciente muestra que los bancos centrales necesitan actuar con flexibilidad en el contexto de una crisis financiera, ya que pueden aparecer nuevos desafíos. El marco legal bajo el cual la mayoría de bancos centrales en América Latina opera es típicamente muy inflexible. Por supuesto, ofrecer mayor flexibilidad puede entrar en conflicto con la credibilidad del banco central. Pero, **como muchos bancos centrales en la región han logrado de manera efectiva una fuerte credibilidad, el Comité considera que en estos casos, el marco legal debe ser**

modificado para permitir a los bancos centrales ajustar sus respuestas a nuevos retos que probablemente aparezcan durante el manejo de crisis financieras.

Finalmente, la crisis financiera global ha planteado la pregunta de si tiene sentido que los bancos centrales se concentren solo en el objetivo de mantener la estabilidad de precios. Por ejemplo, a partir de la discusión previa, **el Comité considera que, al enfocarse únicamente en un solo objetivo, el banco central puede provocar una apreciación excesiva de la moneda que afecte negativamente el sector transable.** En el caso de economías altamente dependientes de las materias primas, shocks reales pueden ser muy grandes, lo que justifica una respuesta activa de política monetaria.

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