



La desaceleración en América Latina Y EL TIPO DE CAMBIO COMO AMORTIGUADOR



LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN LAC Y EL TIPO DE CAMBIO COMO AMORTIGUADOR

© 2013 Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial
1818 H Street NW, Washington, DC 20433
Teléfono: 202-473-1000; sitio web: www.copyright.com.
Reservados algunos derechos.

1 2 3 4 16 15 14 13

Esta obra ha sido realizada por el personal del Banco Mundial con contribuciones externas. Téngase presente que el Banco Mundial no necesariamente es propietario de todos los componentes del contenido de la obra, por lo que no garantiza que el uso del contenido de ésta no violará derechos de terceros. El riesgo de reclamación derivado de dicha violación correrá por exclusiva cuenta del usuario.

Las opiniones, interpretaciones y conclusiones aquí expresadas no son necesariamente reflejo de la opinión del Banco Mundial, de su Directorio Ejecutivo ni de los países representados por este. El Banco Mundial no garantiza la exactitud de los datos que figuran en esta publicación. Las fronteras, los colores, las denominaciones y demás datos que aparecen en los mapas de este documento no implican juicio alguno, por parte del Banco Mundial, sobre la condición jurídica de ninguno de los territorios, ni la aprobación o aceptación de tales fronteras.

Nada de lo establecido en el presente documento constituirá o se considerará una limitación o renuncia a los privilegios e inmunidades del Banco Mundial, los cuales se reservan específicamente en su totalidad.

Derechos y autorizaciones



Esta publicación está disponible bajo la licencia Creative Commons de Reconocimiento 3.0 Genérica (CC BY 3.0) <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0>. Bajo la licencia Creative Commons de Reconocimiento, queda permitido copiar, distribuir, transmitir y adaptar esta obra para fines comerciales en las siguientes condiciones:

Cita de la fuente: La obra debe citarse de la siguiente manera: de la Torre, Augusto, Eduardo Levy Yeyati, Samuel Pienknagura. 2013. “La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador.” LAC Informe Semestral (Octubre), Banco Mundial, Washington, DC. doi:10.1596/978-1-4648-0117-4. Licencia: Creative Commons de Reconocimiento CC BY 3.0

Traducciones: En caso de traducirse la presente obra, la cita de la fuente deberá ir acompañada de la siguiente nota de exención de responsabilidad: *La presente traducción no es obra del Banco Mundial y no deberá considerarse traducción oficial de dicho organismo. El Banco Mundial no responderá por el contenido ni los errores de la traducción.*

Cualquier consulta sobre derechos y licencias deberá dirigirse a la siguiente dirección: Office of the Publisher, The World Bank, 1818 H Street NW, Washington, DC 20433, EE. UU.; fax: 202-522-2625; correo electrónico: pubrights@worldbank.org.

ISBN (edición electrónica): 978-1-4648-0117-4

DOI: 10.1596/ 978-1-4648-0117-4

Diseño de la cubierta: Kilka Diseño Figura.

Prefacio

Este informe semestral, producido por la Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial, examina los retos a los que América Latina y el Caribe (LAC por sus siglas en inglés, *Latin America and the Caribbean*) se enfrentan en el corto y medio plazo conforme pierden fuerza los factores externos que resultaron decisivos para el desempeño reciente. En concreto, el informe analiza el papel del tipo de cambio como herramienta contra-cíclica para amortiguar los choques externos negativos.

Como es costumbre en esta serie, el Capítulo 1 repasa el estado de la economía mundial y sus implicaciones para las perspectivas de corto y medio plazo de LAC. Además, examina las vulnerabilidades de la región en un periodo en que los vientos favorables están amainando. El Capítulo 2 describe el nuevo papel del tipo de cambio en LAC como amortiguador de choques en el marco de las transformaciones importantes que la región ha realizado en el frente macrofinanciero durante la última década. Finalmente, el Capítulo 3 analiza pormenorizadamente las políticas de intervención para suavizar el tipo de cambio.

Augusto de la Torre, Economista Jefe de la Región, Eduardo Levy Yeyati y Samuel Pienknagura, Economista Investigador, han liderado la elaboración de este informe. Tatiana Didier y Sergio Schmukler han contribuido amablemente a la elaboración de varias partes del informe. Maria Bru, Andrea Coppola, Tito Cordella, Tatiana Didier, Alain Ize, Daniel Lederman, Melanie Marie Laloum, Julio Ricardo Loayza, Zafer Mustafaoglu, Marcelo Olarreaga, Rong Qian, Marcela Sanchez-Bender, Peter Siegenthaler y Julio Velasco han hecho aportes sustanciales, al igual que los miembros del Equipo de Liderazgo Regional de la Vicepresidencia para América Latina y el Caribe del Banco Mundial. Nicolás Kohn y Tanya Taveras, miembros del equipo macro de LCRCE, han prestado una ayuda excelente en la investigación. Asimismo, querríamos agradecerles su ayuda a Christian Daude y Guido Sandleris, que compartieron con nosotros los datos utilizados en varias secciones de este informe. Finalmente, le damos las gracias a Anna Sanz de Galdeano por su excelente trabajo de traducción.

Octubre de 2013

Resumen ejecutivo

Las noticias económicas y financieras de los últimos meses han confirmado la retirada de los vientos externos favorables que impulsaron la actividad económica en América Latina y el Caribe (LAC, por sus siglas en inglés, Latin America and the Caribbean) durante la última década. La atenuación del crecimiento chino y sus implicaciones para los términos de intercambio de una región rica en recursos naturales como LAC, así como la normalización, aparentemente inevitable, de la política monetaria de EE. UU. han acaparado la atención de los responsables de políticas económicas de la región. La convergencia de la “gran desaceleración” (que afecta a la mayoría economías emergentes), la curva de rendimientos estadounidense más empinada y las sobrerreacciones de los mercados financieros ante los cambios en las percepciones sobre el calendario y las implicaciones de la reversión de la flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés, quantitative easing) en EE. UU. han complicado el entorno externo de LAC de manera significativa. Cabe encontrar algún consuelo en la creciente firmeza de la recuperación económica de EE. UU. (pese a encontrarse asediada por la incertidumbre creada por los corrosivos puntos muertos de la política de ese país) y en el hecho de que la economía de la Unión Europea parece haber tocado fondo. En conjunto, no obstante, el entorno global ya no es propicio para los mercados emergentes en general y para LAC en particular.

Ciertamente, la desaceleración del crecimiento de la región forma parte de una ralentización (en términos de magnitud y de calendario) de las economías emergentes (EM, por sus en inglés de emerging markets) —incluidos los países de ingreso medio de Europa oriental, Asia oriental y LAC, así como China— que ha generado una reducción de aproximadamente 3 puntos porcentuales de las tasas de crecimiento desde los máximos de 2010 hasta ahora. Para LAC, la tasa de crecimiento ha disminuido del 6 por ciento en 2010 a 3 por ciento en 2012 y a 2.5 por ciento para 2013. Si bien la sincronización de las EM apunta claramente a un debilitamiento de los factores comunes (globales) del crecimiento, la varianza de las tasas de crecimiento está en alza, ya que conforme los factores compartidos pierden peso, la importancia de los factores específicos de cada país aumenta. LAC no es una excepción a este patrón: las predicciones de crecimiento para 2013 varían mucho entre los países de la región y oscilan entre tasas que no superan el 1 por ciento en Jamaica y Venezuela y tasas de estilo asiático del 5.5 y el 8 por ciento en los dos países de LAC con mejor desempeño de la última década, Perú y Panamá, respectivamente. Resulta tranquilizador que un buen número de países medianos de LAC (como Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala y Uruguay) se sitúen por encima del promedio regional, si bien, lamentablemente, los gigantes de la región, Brasil y México, están creciendo por debajo del promedio de LAC y, en concreto, el crecimiento de México no llega al 2 por ciento, pese a la ola de reformas en marcha que alimenta el optimismo de los inversores.

La gran desaceleración y la mayor volatilidad de los flujos de capitales y de los precios de los activos financieros —incluidas las tasas de interés de los bonos nacionales y las monedas— han desencadenado una ola de pesimismo con respecto al futuro de la región. Expresiones como “economías sumergidas” y “la fiesta se acabó” se han vuelto habituales en la jerga de los analistas e inversores y, si bien se aplican sobre todo a los BRICS (Brasil, Rusia, India, China, y Sudáfrica), también han contaminado las percepciones sobre LAC, lo que supone un vuelco en las opiniones que hasta hace poco tiempo no hacían sino alabar la década de progreso económico y social de la región. Actualmente, los escépticos sostienen que este progreso fue en buena medida un espejismo —esto es, que la región metabolizó las ganancias en los términos de intercambio y la bonanza de las entradas de capitales en forma de una expansión impulsada por el crédito (insostenible en última instancia) y basada en el consumo que escondió (y alimentó) debilidades macro-financieras subyacentes— y una oportunidad perdida para el desarrollo de proporciones dramáticas —a saber que la región no logró aprovechar las condiciones externas favorables para construir los cimientos del crecimiento de la productividad—. En su versión más pesimista, esta postura predice que el actual deterioro del entorno exterior sacará a relucir la frágil dependencia de la región a los flujos de capital de naturaleza especulativa, y como consecuencia, la recesión se convertirá en drama—esto es, el tipo de caos macroeconómico y financiero que tendió a

generarse en LAC en la década de 1990 después de los frenazos repentinos y las reversiones de tendencia de los flujos de capitales.

¿Está justificado este pronóstico tan sombrío? Este informe evalúa esta importante pregunta y aporta un punto de vista optimista, pero sujeto a matices. Para empezar, este informe sostiene que la década pasada de progreso económico y social de la región está lejos de ser una ilusión. Para hacer esta afirmación basta con dejar claros unos pocos hechos relacionados con el crecimiento combinado con equidad que caracterizó la década anterior. En primer lugar, mientras que el crecimiento estuvo efectivamente impulsado por la demanda interna (y no por la externa, como en Asia), no se basó —en contra de la creencia popular— meramente en el consumo. La vigorosa expansión de la inversión también jugó un papel crucial, hasta el punto de que el ratio de inversión de la región hoy se compara favorablemente con el de los países de ingreso mediano (MIC, por sus siglas en inglés, middle-income countries) de Asia oriental. (Sin duda alguna, la eficiencia de esta inversión es una cuestión distinta que no puede tomarse a la ligera y requiere investigaciones adicionales). En segundo lugar los déficits de cuenta corriente de LAC se han financiado en buena medida con inversión extranjera directa (FDI, por sus siglas en inglés, foreign direct investment) y no con inversión en cartera a corto plazo, como suele creerse (de nuevo, la calidad de la FDI y la pregunta de si LAC ha aprovechado de modo adecuado sus externalidades positivas son cuestiones distintas y quizás problemáticas). En tercer lugar, mientras que la rápida expansión de los créditos al consumo ha despertado, como es natural, alguna preocupación desde el punto de vista de las políticas, el crecimiento global del crédito en LAC resulta moderado en comparación con el de otras regiones de ingreso medio, fue monitoreado de cerca por autoridades reguladoras estrictas y, por todo ello, no plantea riesgos sistémicos significativos (excepto quizás en los países caribeños frágiles desde el punto de vista financiero). En cuarto lugar, el progreso social experimentado por la región durante la última década —en la que 70 millones de latinoamericanos abandonaron la pobreza y en torno a 50 millones se unieron a la clase media— fue real y, pese a que podría estancarse y generar expectativas frustradas en un escenario de crecimiento bajo, es poco probable que se revierta en el corto plazo.

El aspecto más importante, en el que este informe se centra, es la mejora fundamental del “sistema inmunológico macro-financiero” de la región, que, en un auténtico vuelco histórico, debería posibilitar que varios de los países más grandes de LAC —en especial aquellos con marcos de la política monetaria basados en los objetivos de inflación y con tipos de cambio flexibles— recurran a las depreciaciones para absorber los choques externos y estimular la economía nacional, amortiguando así la recesión mientras los vientos favorables se apagan. Además, habida cuenta de las incertidumbres globales y la agitación de los mercados financieros, se puede argumentar que dichas depreciaciones probablemente tendrían que estar acompañadas por intervenciones activas de los bancos centrales en el mercado cambiario para poner freno al exceso de volatilidad de las monedas.

Hay dos cambios fundamentales que explican por qué los países de LAC que tienen objetivos de inflación pueden ahora embarcarse sin miedo en depreciaciones en un contexto de recesión cíclica. El primero es la desdolarización de los contratos financieros, que ha reducido sustancialmente los efectos adversos (sobre la solvencia) de las depreciaciones sobre los balances de los deudores (familias, empresas y gobierno). El segundo es la importante reducción de la llamada “transmisión del tipo de cambio hacia los precios”, una disminución que refleja la mayor credibilidad de la política monetaria que coordina las expectativas futuras en torno al objetivo de inflación previamente anunciado por el banco central y rompe así con la vieja tendencia de fijar los precios y los salarios mirando al pasado —a saber, indexándolos a la inflación y la devaluación pasadas—.

Al haber dejado atrás el temor a la devaluación, los países de LAC con metas de inflación ya están preparados, por primera vez en su historia monetaria, para disfrutar de los beneficios de libro de texto que trae consigo una depreciación durante una recesión. La región no accedió completamente a estos beneficios durante la crisis de 2008-

2009 debido a su naturaleza sistémica global (no se podía exportar la recesión a ninguna parte pese a las agudas correcciones de las divisas) pero sí que podría hacerlo ahora que la demanda exterior (de China y de EE. UU.) de las exportaciones de LAC está creciendo (no con tanto vigor como en los años previos a la crisis, pero creciendo al fin y al cabo). En primer lugar, los tipos de cambio flexibles hacen posible una política monetaria independiente y contra-cíclica mediante la cual los bancos centrales pueden reducir los tipos de interés para estimular la actividad nacional en un contexto de reducción de la demanda exterior. En segundo lugar, la depreciación de la moneda en una recesión puede contribuir a mantener la balanza exterior bajo control y, al mismo tiempo, estimular la producción y el empleo nacional, al incentivar no sólo las exportaciones sino también la producción de bienes y servicios para el mercado interno. (Por supuesto, la pregunta de si la elasticidad de la oferta en la región es suficientemente fuerte para que estos efectos positivos se materialicen está abierta.) En tercer lugar, una depreciación de la moneda puede, al ajustar rápidamente el valor relativo de los activos nacionales y extranjeros, mitigar las salidas de capitales mediante el respaldo a las entradas “oportunistas.”

Los detractores de esta postura podrían apuntar al hecho de que los bancos centrales de LAC que tienen metas de inflación intervienen de manera intensa en los mercados cambiarios, lo que generaría dudas sobre hasta qué punto son realmente flexibles las divisas. Este informe argumenta que estas intervenciones son justificadas. Por un lado los bancos centrales aumentan sus reservas como mecanismo de autoprotección. Además, y este es el foco del reporte, presentamos evidencia según la cual estas intervenciones ya no pueden calificarse como esfuerzos para defender lo indefendible (en los que los bancos centrales pierden a manos llenas y se ven forzados a comprar caros los dólares que absurdamente vendieron baratos en un intento inútil de aferrarse a un tipo de cambio inviable). Por el contrario, la evidencia revela que los banqueros centrales con metas de inflación no intervienen para luchar contra los factores fundamentales sino, sobre todo, para mitigar el exceso de volatilidad: compran dólares (y acumulan así reservas internacionales) cuando el tipo de cambio está sobrevalorado con respecto a su nivel de equilibrio y venden dólares (y reducen así las reservas internacionales) cuando está infravalorado. Dado que la intervención está así motivada, las preocupaciones sobre sus costes cuasi fiscales resultan exageradas. De hecho, el informe muestra que, una vez que las ganancias y pérdidas de capitales se tienen en cuenta debidamente, las intervenciones esterilizadas de los países de LAC con metas de inflación durante la última década han generado costos bastante pequeños e incluso, en unos pocos casos, han generado ganancias (si bien la eficiencia de una intervención no puede juzgarse teniendo en cuenta únicamente la rentabilidad financiera). Además, aunque la medición de la efectividad de las intervenciones sigue planteando retos empíricos, investigaciones recientes sugieren que las intervenciones pueden influir en los movimientos de divisas y limitar así las desviaciones excesivas.

Habida cuenta de este cambio fundamental en el marco de las políticas macro-financieras, las depreciaciones de las monedas de LAC deberían dejar de interpretarse como señales de emergencia financiera y presagios de crisis. Así, sería preferible verlas, al menos en los países de LAC con metas de inflación, como un aspecto saludable de un proceso de ajuste macroeconómico más eficiente y propicio para la creación de empleo en un contexto de recesión inducida por la adversidad de los acontecimientos exteriores. Ciertamente, se puede argumentar que las recesiones o las desaceleraciones de la región inducidas desde el exterior se parecerán cada vez más a las fases bajas de los ciclos habituales de las economías avanzadas. En este sentido, la tendencia a analizar la vulnerabilidad macro-financiera actual de LAC mediante categorías que eran aplicables a LAC en la década de 1990 es claramente errónea, puesto que ignora la reconfiguración silenciosa de las instituciones y las políticas que ha dado lugar a un nuevo y reforzado sistema inmunológico macro-financiero.

Estas son las buenas noticias para LAC. Por supuesto, las malas noticias son que ni todos ni la mayoría de los países de la región son partícipes de la mejora de la resistencia macro-financiera. Sin duda alguna, los países de LAC con metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, que dan cuenta del 70-80 por ciento de la población y el PBI de LAC) son, en cierto sentido, la columna vertebral de la región, pero solo representan a un pequeño porcentaje del número total de países de la misma. Desafortunadamente, los países cuyas políticas monetarias no se

basan en metas de inflación tendrán una capacidad mucho menor de amortiguar la desaceleración. En este grupo se incluyen los países de América Central y el Caribe, demasiado pequeños y abiertos para poder desarrollar una política monetaria independiente, lo que resulta todavía más grave cuando el espacio de maniobra de la política fiscal contracíclica es casi inexistente debido al sobreendeudamiento público y/o la fragilidad del sistema financiero. Algunos países de América del Sur también se encontrarán con escaso o nulo margen de maniobra de la política monetaria, pues no han desarrollado el engranaje institucional y político necesario para respaldar completamente los objetivos de inflación pese a estar integrados en los mercados financieros internacionales. Otros países de América del Sur como Bolivia, pese a tener un sistema de política monetaria distinto, están protegidos de otra manera, pues su globalización financiera es mucho menor y han acumulado aborros fiscales sustanciales a los que pueden recurrir en caso de necesidad.

En resumen, con respecto a la capacidad de absorber choques ante el deterioro del entorno exterior, no hay que caer en el pesimismo, pues, en vista de las obvias mejoras del sistema inmunológico macro-financiero de la región. Parece más apropiado adoptar una actitud de optimismo cauto. La habilidad de dejar que el tipo de cambio se deprecie sin miedo e implementar políticas monetarias contracíclicas contribuirá sin duda a amortiguar el componente cíclico de la desaceleración, si bien resultará claramente insuficiente para resolver los problemas estructurales que dificultan que LAC se sitúe en una senda de crecimiento mayor. Ciertamente, pese a todas sus virtudes, la fortaleza macro-financiera podría coexistir con el crecimiento anémico durante largos periodos de tiempo (esto es, en una trampa de aborro escaso y productividad baja que frenaría el ritmo del progreso social conseguido por LAC en la última década). Si no se produce un gran impulso en la agenda de la productividad, la región se arriesga a caer en una trampa de este tipo en los años venideros. Este, y no los fantasmas macro-financieros de la década de 1990, sigue siendo el mayor reto del futuro en LAC.

Primera parte: La desaceleración económica en LAC y el tipo de cambio como amortiguador

Capítulo 1: La desaceleración

Durante casi una década, tanto los analistas económicos como los inversores han considerado las economías emergentes (EM, por sus siglas en inglés de *emerging markets*), incluidas varias economías de LAC (por sus siglas en inglés *Latin America and the Caribbean*), como los nuevos motores del crecimiento y la prosperidad de la economía global. Las fuertes tasas de crecimiento y el gran progreso social (que incluye el gran crecimiento de las clases medias en LAC) observados en las EM durante el periodo que precedió a la crisis financiera global prendieron la chispa de una historia de amor que, después de una breve pausa durante el clímax de la crisis de 2008, se ha ido cimentando en la vigorosa recuperación de las EM de los años 2009 y 2010. El sólido desempeño de las EM durante los años 2000 fue entendido por muchos como un fenómeno duradero; la consecuencia de profundos cambios estructurales, tanto internos como globales, que habían incrementado el potencial y la capacidad de resistencia de estos países.

Sin embargo, en los últimos meses, éste entusiasmo por el mundo emergente se ha vuelto amargo: la ralentización económica generalizada en estas economías ha i) puesto en duda la sostenibilidad de las elevadas tasas de crecimiento de la década pasada y ii) ha resucitado los viejos fantasmas de las crisis financieras en las EM. De hecho, titulares referentes a las “economías sumergidas”, “el final de la fiesta emergente” y la preocupación de una “crisis reflejo” combinada con una “década perdida” en las economías emergentes son comunes en las publicaciones económicas y financieras en los últimos meses.¹

¿Es acaso este cambio de opinión de los analistas y de los mercados exagerado? ¿O está acaso sólidamente fundamentado? Para empezar a responder estas preguntas es importante recordar que la *visión* de las economías emergentes (y de los mercados emergentes concebidos como un tipo de activos) normalmente ha sido procíclica: sobrevalorada en los buenos tiempos y comatosa en los malos momentos. Esta característica alcanza su máximo exponente cuando se aplica a los BRICS (acrónimo de Brasil, Rusia, India, China, y Sudáfrica), el primero de una serie de acrónimos pegadizos pero económicamente engañosos que caracterizan la nueva moda de buscar la próxima gran noticia sobre el mundo en desarrollo. Con la excepción de la inefable China (que sigue creciendo pero con crecientes preocupaciones de que esté al borde del aterrizaje forzoso), India, Brasil y Rusia (así como Sudáfrica, una recién llegada a la familia de los BRIC) muestran una combinación de crecimiento ralentizado, déficits externos crecientes y, como consecuencia, monedas debilitadas, que los sitúa en lo alto de la lista de países vulnerables frente al cambio en la dirección de los vientos globales. De hecho, Morgan Stanley ya ha acuñado un nuevo acrónimo del que los medios de comunicación se han hecho eco, “los cinco *BIITS* frágiles”, en referencia a Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica.²

Habida cuenta del carácter procíclico de las posturas con respecto a las EM, es importante

¹ Por ejemplo, la página web económica Project Syndicate, ha recopilado una serie de artículos titulada “¿Economías sumergidas?” que analizan el futuro de las EM y en los que economistas de renombre como los profesores de Harvard Kenneth Rogoff y Ricardo Hausmann recurren a parte de la terminología previamente citada. En septiembre de 2013, Bloomberg publicó un artículo de Anders Aslund (del Peterson Institute) titulado “¿Están entrando las economías emergentes en una década perdida?”.

² Véase http://www.morganstanley.com/institutional/research/pdf/FX_Pulse_20130808.pdf.

preguntarnos cuánto del pesimismo que actualmente las rodea responde a variables fundamentales y vulnerabilidades reales y cuánto se debe a la eferescencia y los cambios de humor de los analistas económicos y los mercados financieros. Y, lo que es más importante: **¿es la desaceleración que se observa en LAC el preámbulo de una nueva “década perdida”?** **¿Son los países de LAC todavía vulnerables a un ciclo de auge y colapso del estilo de los ciclos de los años noventa, tal y como sugieren algunos?**

Este reporte se pone como meta responder parcialmente las dos preguntas formuladas anteriormente. Para esto, resulta útil descomponer la lógica que utilizan los analistas para debatir sobre el destino de las EM en general y de LAC en particular. Una lista concisa de argumentos negativos comprendería los siguientes:

1) Bajo Crecimiento:

- a. El crecimiento en las EM se está ralentizando y todavía lo hará más conforme se alejen los vientos favorables que impulsaron el crecimiento de estos países durante la década pasada. No en vano, buena parte del éxito anterior no fue sino el mero reflejo de un entorno global extraordinariamente propicio. Como consecuencia, la ralentización de la economía china, el deterioro de los términos de intercambio y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos harán que la actividad económica de las EM se ralentice y que estas regresen a la casilla de salida.

2) Vulnerabilidades Macro-financieras:

- a. En algunos países de ingreso medio (MIC, por sus siglas en inglés, *middle income countries*) como los de LAC, los fuertes vientos favorables que caracterizaron los años 2000 y el principio de la década del 2010 han generado un auge de la demanda interna, y en especial del consumo interno, que ha alimentado el crecimiento del crédito, aumentado la demanda de bienes importados y, en última instancia, deteriorado las balanzas de cuenta corriente de estos países. Como resultado, los países que cayeron en esta dinámica son ahora muy dependientes del financiamiento externo.
- b. El rápido crecimiento del crédito y la fuerte dependencia del financiamiento externo podrían, en última instancia, inducir una espiral de amplificación similar al de los años noventa que forzaría a las autoridades monetarias a actuar de manera procíclica y agravar la fase bajista del ciclo.³

En el resto de la sección revisamos cada uno de estos argumentos a la luz de la evidencia disponible y evaluamos cuáles son, desde nuestro punto de vista, los factores más importantes a los que la región está expuesta y las implicaciones que plantean en un contexto en el que los vientos favorables siguen apagándose.

³ Por ejemplo, Gene Frieda, un estratega global de Moore Europe Capital Management opina que “cuanto más suban las tasas de interés para estabilizar las monedas de los mercados emergentes, más severas serán sus crisis. En última instancia, aunque las economías emergentes logren diversificar y alejar su financiamiento de las monedas extranjeras, seguirán siendo rehenes de los ciclos de la política monetaria estadounidense.”

La nueva normalidad de LAC: crecimiento más lento y monedas más débiles

La entrada de las EM en una fase de crecimiento más lento es un hecho incuestionable que ha sido enfatizado en repetidas ocasiones en informes previos de esta serie.⁴ Atrás quedaron los tiempos de elevadas tasas de crecimiento en el periodo anterior a la crisis y en la etapa de recuperación tras la crisis financiera global. Así pues, muchos países de ingreso mediano (MIC, por sus siglas en inglés, *middle-income countries*) como China, los MIC de Europa oriental y los MIC de Asia sudoriental se han desacelerado con el cambio de década y se espera que en 2013 crezcan entre 2.5 y 3.5 puntos porcentuales menos que en 2010, si bien parten de distintas tasas de crecimiento en el año 2010 (**Figura 1.1, Panel A**).⁵ LAC no supone una excepción a esta desaceleración sincronizada de los países MIC, puesto que las últimas predicciones de consenso sitúan el crecimiento de la región en 2013 en torno al 2.5 por ciento, mientras que la cifra observada en 2012 fue del 3 por ciento y la correspondiente al año 2010 ascendió al 6 por ciento.

Una parte importante de la desaceleración reciente de las EM y, en concreto, de LAC, se puede atribuir a los cambios observados en los factores externos que típicamente han afectado a la región. Vale decir que la medida en la que la desaceleración que se observa en LAC y en otras EM es de carácter cíclico o estructural es aún un tema de debate. Sin embargo, es difícil ignorar que las alegrías y las penas de LAC durante los últimos años estuvieron estrechamente vinculadas a varios determinantes globales: el crecimiento en las economías avanzadas y en China impulsó la demanda externa y el precio internacional de los bienes intensivos en recursos naturales producidos en América Latina, al tiempo que el bajo riesgo financiero contribuyó a reducir el costo del financiamiento externo y a atraer el capital internacional hacia los activos en monedas locales. En cambio, el colapso económico y comercial y el pico en la aversión al riesgo de finales de 2008 y principios de 2009 desencadenaron un brusco giro en la dirección opuesta: se indujeron huidas de capitales y depreciaciones de los tipos de cambio y la región se vio inmersa en una fase de ajuste económico importante, si bien breve. Incluso a este nivel panorámico de análisis, el hecho de que la crisis global no estuviese acompañada de crisis financieras locales como las que se vivieron en los 90s apunta a diferencias sustanciales en la manera en que LAC lidia hoy con choques externos.

No obstante, no debemos olvidar que todavía queda mucha heterogeneidad en términos de los fundamentos macro y el espacio para las políticas, lo que implica que la vulnerabilidad frente a un entorno externo hostil variará dentro de la región. Esta heterogeneidad ya se refleja en cierto modo en las predicciones de crecimiento de los países de LAC para 2013 (**Figura 1.1, Panel C**).⁶ Las tasas de crecimiento esperado oscilan entre niveles bajos, como el 0 por ciento y el 1 por ciento de

⁴ Véanse por ejemplo el informe de octubre de 2012 de esta serie, titulado “El papel del mercado laboral en la transformación de América Latina”, y el informe de abril de 2013 de esta serie, “América Latina y el Caribe sin vientos a favor: en busca de un crecimiento mayor.”.

⁵ Vale recalcar que, al menos en el caso de LAC, estas altas tasas de crecimiento no reflejaban necesariamente un aumento en el crecimiento potencial de las economías de la región. Factores cíclicos, como la recuperación de Brasil o de Argentina después de las crisis del 2000 y el 2002, respectivamente, son sin duda una parte importante del alto crecimiento de la última década.

⁶ Evidentemente, las predicciones de crecimiento reflejan factores internos como los fundamentales del crecimiento, la posición de cada país a lo largo del ciclo económico y los *choques* específicos de cada país. Sin embargo, es innegable que una parte de la heterogeneidad se debe a que el grado de vulnerabilidad frente a las condiciones externas varía entre países.

Venezuela y Jamaica, y niveles elevados de estilo asiático, como la predicción del 5.5 por ciento para Perú y Guyana, el 8 por ciento previsto para Panamá y el 12 por ciento pronosticado para Paraguay (que resurge a partir de un crecimiento *negativo* del 1 por ciento en 2012). Otros países, como Bolivia, Chile y Colombia, siguen por encima del promedio regional y sus tasas de crecimiento se mantienen robustas y estables en torno al 4-5.5 por ciento. En cambio, dos de las economías más grandes de LAC, Brasil y México, se sitúan por debajo del promedio regional, con tasas de crecimiento del orden del 2.4 y el 1.5 por ciento, respectivamente. Brasil todavía está luchando por reanimar su actividad económica después de crecer un escaso 0.9 por ciento en 2012, mientras que México ha padecido una desaceleración nada desdeñable durante los dos primeros trimestres de 2013 que ha supuesto una decepción después del robusto crecimiento del 3.9 por ciento logrado en 2012.

Dejando a un lado esta heterogeneidad, los hechos apuntan a que la desaceleración del crecimiento de LAC (medido como la diferencia entre la tasa de crecimiento observada en 2013 y aquella de 2010) es de magnitud similar a aquella que se observa en otras regiones emergentes (aunque cada región presentó tasas de crecimiento distintas en 2010). Esto sugiere que ciertos factores globales jugaron un papel importante en esta desaceleración. Para ilustrar este punto, comparamos la tasa de crecimiento promedio de los países de la región y el promedio predicho por un modelo econométrico donde el crecimiento es una función de la demanda externa (reflejada por el crecimiento de China y el G7), los términos de intercambio de las materias primas (aproximados mediante el CRB, un índice de precios de las materias primas) y la liquidez internacional (medida según el interés a 10 años de las letras del Tesoro).⁷

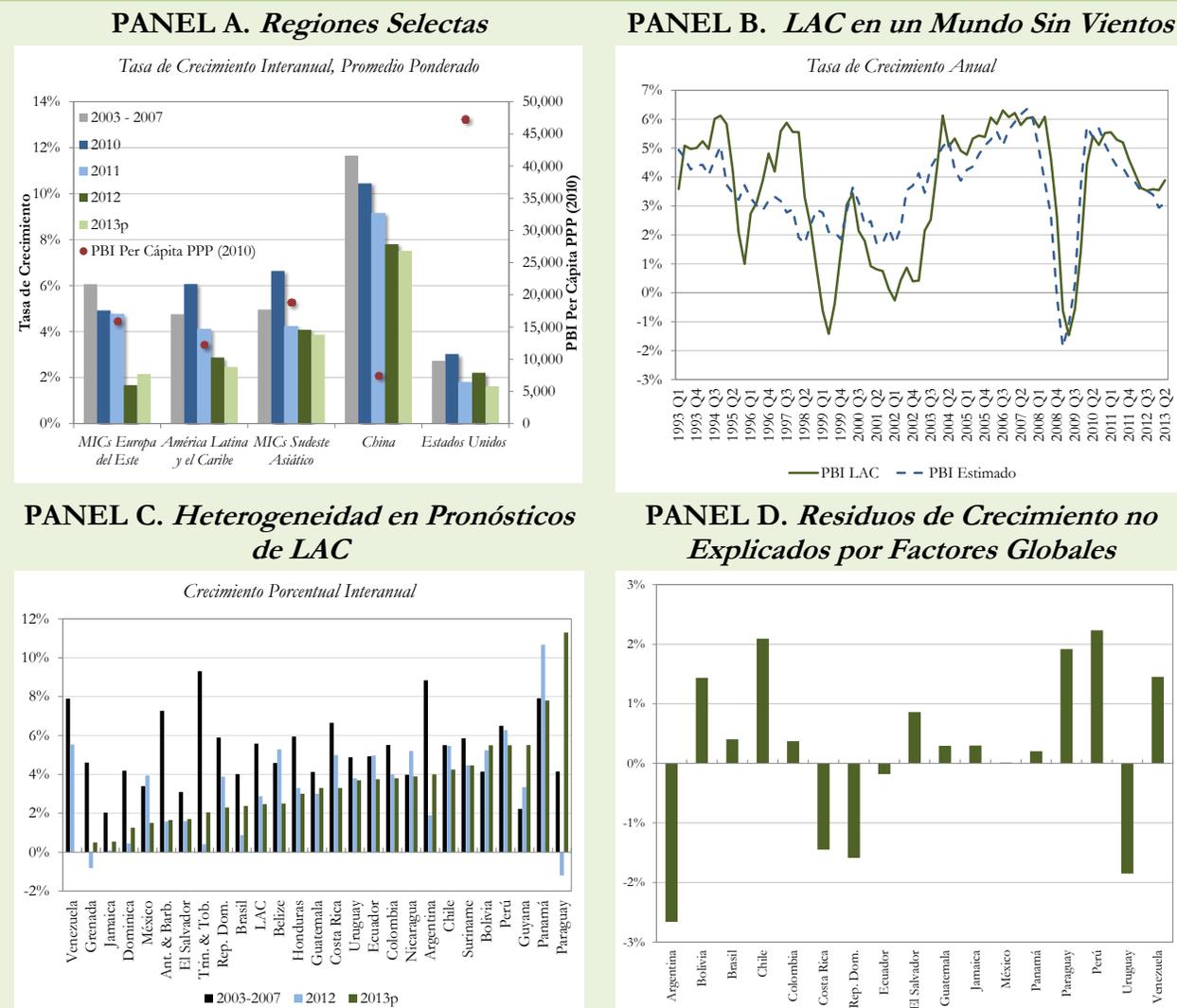
Se pueden extraer varias conclusiones de este ejercicio. En primer lugar, si bien antes del año 2003 la tasa de crecimiento promedio en la región de LAC fue en general más volátil que la predicha por los factores externos, desde 2004, quizás a causa de la combinación de una menor volatilidad idiosincrática y unos altibajos globales más pronunciados, el crecimiento regional ha reflejado la tasa predicha por el modelo (**Figura 1.1, Panel B**). En segundo lugar, los factores globales tuvieron un gran peso a la hora de explicar la desaceleración reciente de la región, tal y como ilustra la disminución estable de las tasas de crecimiento promedio (tanto las observadas como las predichas) en LAC desde el primer trimestre del año 2010.⁸

Toda esta evidencia no niega la existencia de heterogeneidad en el crecimiento de LAC. Prueba de ella son los pronósticos divergentes para la región y la dispersión en la distancia entre lo predicho por el modelo para los 4 últimos trimestres en los que hay datos disponibles, por un lado, y la tasa de crecimiento efectivamente alcanzada, por el otro. Claramente a algunos países les va mejor de lo que los determinantes globales pronosticarían, mientras que a otros les va peor y con diferencia

⁷ El Índice Thomson Reuters/Jefferies CRB (TR/J CRB) fue originalmente diseñado para representar de manera dinámica las tendencias generales de los precios de las materias primas. Para garantizar que continuase logrando este objetivo, los componentes y la fórmula se han ido ajustando periódicamente para reflejar los cambios en la estructura y la actividad del mercado. Hay evidencia que indica que tanto la correlación del crecimiento de China y el G7 y como su efecto sobre las economías en desarrollo han variado de manera significativa (Levy Yeyati y Williams, 2012); por lo tanto, los analizamos separadamente.

⁸ El R cuadrado mediano de las regresiones país por país en LAC es de 34 por ciento, lo cual indica que los factores globales explican aproximadamente 34 por ciento de la variación temporal del crecimiento en el país mediano de LAC. Un número semejante se obtiene cuando se realiza la regresión usando un panel con los países de LAC.

FIGURA 1.1. Tasas de Crecimiento y Pronósticos Entre Regiones y en LAC: ¿Motores Globales o Locales?



Notas: En el Panel A, 2003 – 2007 corresponde al promedio de crecimiento del PBI para los distintos grupos de países durante este periodo. MICs de Europa del Este incluye Croacia, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, Rumania, Eslovaquia, y Turquía. MICs del Sudeste Asiático incluye Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, y Tailandia. En el Panel B, se tomaron promedios para un set de 16 países de LAC con datos disponibles del PBI trimestral. Estos son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay, y Venezuela. El valor estimado promedio se calcula tomando promedios del valor estimado por país, el cual surge de una regresión a nivel país de su PBI contra el PBI del G7 y China (separados), materias primas (índice CRB) y la tasa de 10 años del Tesoro de Estados Unidos. En el Panel D, los residuos corresponden al promedio de los últimos cuatro trimestres. Dichos residuos provienen de una regresión país por país donde la variable dependiente es el crecimiento del PBI real del país contra crecimiento del PBI real del G7 y China (separados), crecimiento anual del índice de precios de materias primas (índice CRB) y la tasa de 10 años del Tesoro de Estados Unidos. Fuentes: Consensus Forecasts (Septiembre 2013), Bloomberg, Haver, WEO (Abril 2013) y Banco Mundial.

(Figura 1.1, Panel D). Esto sugiere el peso no trivial que tienen los factores y políticas domésticas a la hora de explicar el crecimiento observado.

En lo que al futuro se refiere, el mundo sin vientos que visualizamos en nuestro informe de abril de 2013 ya se ha materializado y está virando en una dirección que podría exponer a la región a una desaceleración más prolongada. Pero, ¿qué riesgos concretos traerá consigo este escenario? **En pocas palabras, identificamos dos desencadenantes globales (la desaceleración de China y la reversión de la política monetaria de Estados Unidos) y tres vías de exposición regional**

(los mayores costos de financiamiento, el dólar más fuerte y los menores precios de las materias primas). Sin embargo, tal como argumentamos en el informe de Abril del 2012 de esta serie “LAC le hace frente a la volatilidad, el lado oscuro de la globalización,” exposición no necesariamente implica vulnerabilidad. Esto se debe a que la capacidad de absorber choques y el espacio de políticas crea una brecha entre la exposición y la vulnerabilidad. En ese reporte mostramos que muchos países de LAC que están altamente integrados a nivel financiero y comercial tienen a su vez un “sistema inmunológico macro-financiero” relativamente fuerte (es decir, tienen espacio suficiente para adoptar políticas económicas contra-cíclicas en caso de ser necesario) y son mucho menos vulnerables a choques externos que algunos países de la región con un bajo nivel de integración.

Sea como sea, a continuación consideramos una por una las fuentes de exposición para los países de LAC. En lo que respecta a la primera fuente, existe un consenso creciente según el cual la economía China está haciendo una transición gradual hacia un modelo de crecimiento determinado por la demanda interna y basado en el consumo interno (frente al modelo intensivo en la inversión y determinado por las exportaciones de las dos últimas décadas). Como consecuencia, China está aterrizando suavemente sobre una tasa de crecimiento del 7-7.5 por ciento que es más acorde con el nuevo modelo de crecimiento **(Figura 1.2, Panel A)**. El acuerdo generalizado sobre esta nueva perspectiva de medio plazo para China se hace patente en la evolución de las predicciones de consenso para los años 2013 y 2014 **(Figura 1.2, Panel B)**. A diferencia de lo que sucede en otras regiones, donde las tasas de crecimiento de 2014 se han reducido de manera estable pero siguen siendo 0.4 puntos porcentuales más altas que las de 2013, las predicciones de crecimiento para la economía china en 2014 han convergido a los niveles de 2013. Además, la variabilidad de las predicciones para la economía China en 2013 y 2014 se ha reducido conforme la hipótesis del aterrizaje suave ganaba apoyos **(Figura 1.2, Panel C)**.

Este aterrizaje suave tiene dos implicaciones claras para el futuro cercano de las economías de LAC. En primer lugar, la transformación que China está experimentando podría dar lugar a una reconfiguración de la composición de la demanda externa a la que se enfrentan los exportadores de materias primas de LAC que podría combinar una reducción de la demanda de metales y un mantenimiento de la demanda de bienes agrícolas y otros bienes manufactureros. Desde una perspectiva estática, los exportadores de metales como Perú o Chile podrían, al principio, resultar perjudicados, tanto por la desaceleración de China como por estos cambios en la composición de la demanda de China, mientras que es de esperar que países como Argentina, Brasil o Uruguay percibiesen un efecto menor. En el largo plazo, sin embargo, el impacto dependerá de la medida en que cada país logre diferenciar su canasta de exportaciones, mejorar su productividad y alcanzar el doble objetivo de abastecer la creciente demanda interna de China y competir con sus exportaciones, cada vez más costosas, de bienes manufactureros intensivos en mano de obra a terceros países (este es el caso, por ejemplo, de México y de otros países de América Central en el mercado estadounidense).

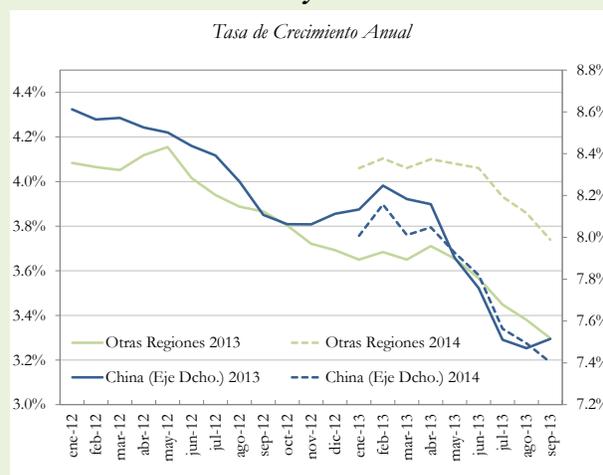
En todo caso, la desaceleración de China plantea una fuente adicional de exposición para LAC debido a sus repercusiones sobre los precios de las materias primas y los términos de intercambio de la región. A todos los efectos, con la excepción de los precios del petróleo, que se han visto afectados por factores geopolíticos como el conflicto Sirio, la tasa de crecimiento de los precios de las materias primas se ha reducido de manera estable durante el último año y ha habido algunas tasas

FIGURA 1.2. El Aterrizaje Suave de la Economía China

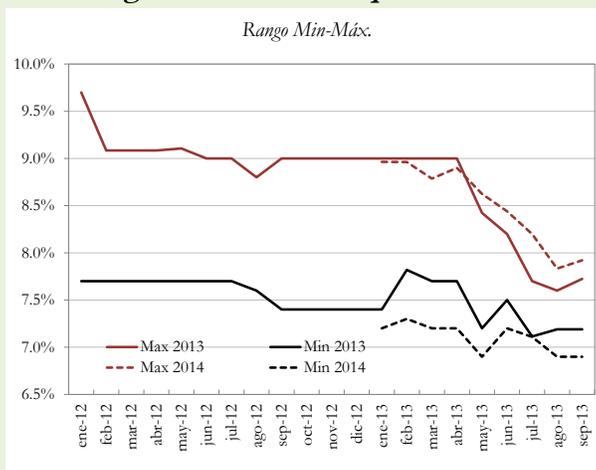
PANEL A. Tasa de Crecimiento de China



PANEL B. Evolución de Pronósticos para 2013 y 2014



PANEL C. Rango de Pronósticos para la Economía China



Notas: En el Panel B, Otras Regiones incluye, LAC-6, compuesta por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú; Otras Regiones contiene a India, Israel y Sudáfrica. Fuentes: Consensus Forecasts (Septiembre 2013), IFS, y WDI.

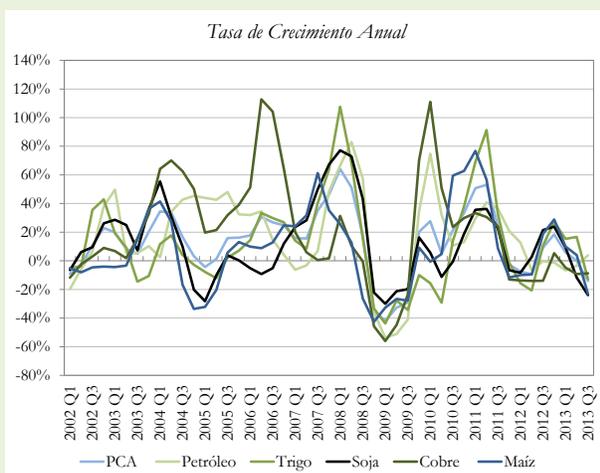
negativas en el segundo y el tercer trimestre de 2013 (**Figura 1.3, Panel A**).⁹ Si bien, como se ha mencionado anteriormente, algunas materias primas, especialmente las agrícolas, podrían experimentar un mayor crecimiento en el mediano plazo, el panorama general que se deriva de los datos indica que el superciclo de los precios de las materias primas que LAC disfrutó en los años 2000 y a principios de la década de 2010 ha alcanzado la cima y podría estar revirtiéndose. Vale recalcar que los términos de intercambio siguen estando a niveles históricamente altos (**Figura 1.3, Panel B**). Sin embargo, la atención está claramente puesta en sí, y a qué velocidad, caerán los términos de intercambio.

La exposición de la región al aterrizaje suave de China podría resultar parcialmente compensada por el fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos y Europa. De hecho, parece que el

⁹ Sin embargo, en el medio plazo, el precio del petróleo podría experimentar presiones bajistas debido a la expansión de la oferta mundial generada por la extracción de petróleo de esquistos bituminosos en los Estados Unidos y en China.

FIGURA 1.3. Precios de Materias Primas y Términos de Intercambio

PANEL A. Precios de Materias Primas



PANEL B. Evolución de Términos de Intercambio de LAC



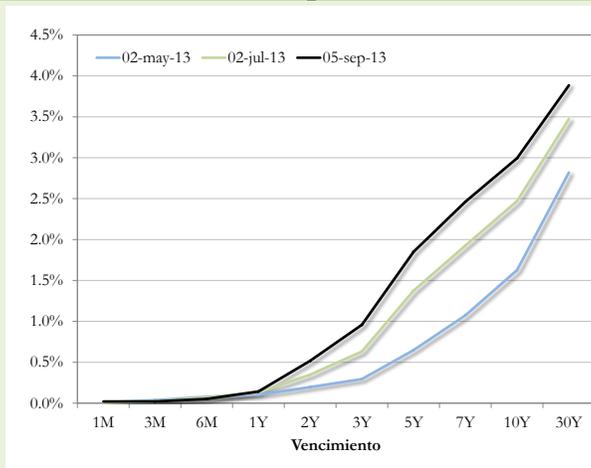
Notes: En el Panel A, PCA es el primer componente principal de las materias primas graficadas. En el Panel B, SAM incluye a Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay, y Venezuela. Resto de LAC incluye a Costa Rica y Guatemala. Los términos de intercambio se construyen como los precios de exportaciones de mercancías divididos por los precios de importaciones de mercancías, ambos desestacionalizados. Fuente: GEM.

ritmo de crecimiento en Estados Unidos y Europa, dos componentes importantes de la demanda externa de exportaciones de LAC, se ha ido acelerando en los últimos meses. Los datos recientes para Estados Unidos apuntan a una recuperación del mercado inmobiliario y a una reducción del desempleo, dos signos de que la economía estadounidense podría estar tomando impulso. Análogamente, tras 18 meses de crecimiento negativo, la Eurozona tuvo un crecimiento ligeramente positivo en el segundo trimestre de 2013.

Sin duda alguna, las perspectivas para Estados Unidos y todavía más para Europa siguen siendo inciertas. La recuperación en Europa es aún provisional, muy desigual y está minada de obstáculos políticos. Asimismo, en Estados Unidos quedan por resolver problemas fiscales que se han ido posponiendo y que no han dejado de ser una fuente de riesgos bajistas. Algunos ejemplos de la dinámica política volátil estadounidense incluyen el secuestro del gasto fiscal de principios de 2013, los riesgos de un desacuerdo en el congreso sobre los recursos destinados al financiamiento del gobierno federal y el nivel máximo de endeudamiento del gobierno, que se ha convertido en habitual cada vez que llega septiembre, y las complicaciones adicionales debidas a las posiciones partisanas con respecto a la reforma sanitaria.

No obstante, la preocupación global de los últimos meses se ha centrado en el calendario y el ritmo de la flexibilización monetaria cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés, *quantitative monetary easing*) y la normalización de la política monetaria en EE.UU. Los prospectos de la normalización de las tasas se ve claramente ilustrada en el empinamiento de la curva de rendimientos en EE.UU. (**Figura 1.4**).

La sensibilidad de los precios de los activos financieros en las EM a las declaraciones del Jefe de la Reserva Federal Ben Bernanke ha sido mayor de lo que muchos esperaban. Las declaraciones sobre la ralentización del ritmo del QE desató inmediatamente una reversión de los flujos de capital desde las EM, incluidas las de LAC, hacia EE.UU. que llevó a grandes movimientos de los tipos de cambio y los spreads soberanos. La **Figura 1.5, Panel A** ilustra estos movimientos para el caso del real

FIGURA 1.4. Curva de Rendimientos más Empinada en los EE.UU.


Nota: Las fechas seleccionadas, 2 de mayo, 2013 y 5 de septiembre 2013, corresponden a los valores mínimo y máximo, respectivamente, de la tasa a 10 años del tesoro de EE.UU. hasta ahora, en 2013. Se seleccionó el 2 de julio de 2013 como una fecha intermedia para ilustrar la inclinación de la curva de rendimientos de los EE.UU. Fuente: Bloomberg.

Brasilero y del peso Mexicano alrededor del anuncio de Bernanke el día 19 de Junio. A pesar de que la depreciación de las monedas se revirtió parcialmente después del anuncio de continuación del QE del 18 de Septiembre (**Figura 1.5, Panel B**), cada vez hay mayor consenso de que el final de la política monetaria laxa que se ha observado en EE.UU. desde el inicio de crisis global está llegando a su fin. La normalización de la política monetaria en EE.UU. impactará sin duda la actividad económica en LAC. Después de todo, la política monetaria laxa del Fed, junto con mejores fundamentos macroeconómicos en LAC, han llevado a una gran ola de entrada de capitales y a costes de financiamiento relativo bajos.

La sobrerreacción de los mercados financieros a estas noticias y la volatilidad resultante en los precios de los activos no es un rasgo específico de los acontecimientos recientes. Una mirada a la evolución de los tipos de cambio nominales y reales efectivos a lo largo del último quinquenio revela que han sido muy sensibles a los devenires de la economía global (**Figura 1.5, Panel C y Panel D**). Las cumbres, los discursos y las declaraciones han marcado el ritmo al que han marchado los mercados financieros en el mundo post-Lehman. Esta estrecha conexión entre los precios de los activos y el flujo de las noticias explica la elevada correlación entre las divisas en los mercados emergentes observada en la **Figura 1.5**. Una gran parte de esta volatilidad refleja la dependencia de las noticias de las decisiones de los inversores profesionales, especialmente los fondos de inversión, tal como se discute en el **Apéndice 1**.

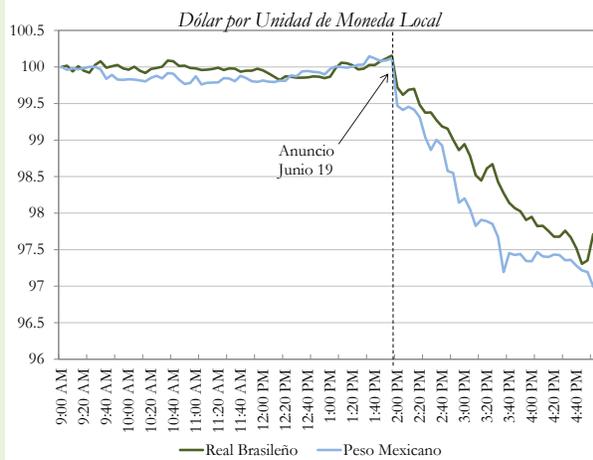
De la argumentación previa se deriva que la incertidumbre actual sobre el camino y el calendario de la política monetaria de Estados Unidos podría exponer a los países de LAC a un grado considerable de volatilidad en los flujos de capitales (y, como resultado, en los tipos de cambio) en los meses venideros. Tal y como explicamos en el informe de abril de 2012 de esta serie, “América Latina hace frente a la volatilidad: el lado oscuro de la globalización”, este tipo de exposición es la consecuencia natural de vivir en un mundo en el que los mercados financieros están cada vez más integrados. El reto de los responsables de las políticas es dar con maneras de mitigar los efectos adversos de la volatilidad excesiva, entre las que cabe destacar las políticas activas de los tipos de cambio en cuyo análisis se centran las secciones 2 y 3 de este informe. En el mediano plazo, las implicaciones para los países de LAC de la normalización de la política monetaria estadounidense, que parece ser

inevitable, son dos: mayores costes del crédito (inequívocamente negativos para la actividad económica de la región) y monedas más débiles (que podrían resultar una bendición encubierta).

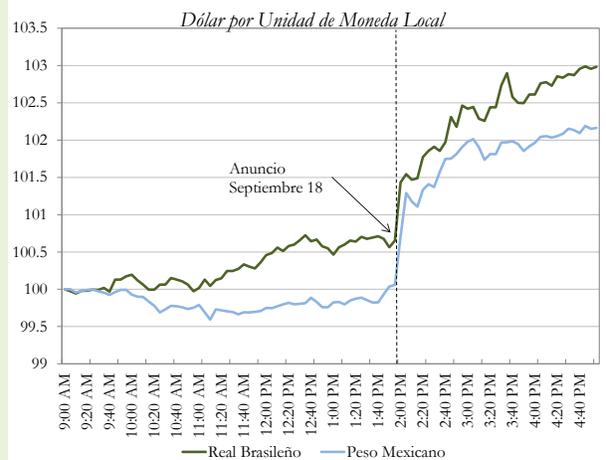
El costo del financiamiento de las economías emergentes se espera que aumente a medida que las tasas de interés en EE.UU. aumenten. La **Tabla 1.2** reporta los resultados de un modelo sencillo de primas de riesgo soberanas que ilustra el efecto que una curva de rendimientos de EE.UU. más empinada tiene sobre las primas de riesgo de deuda soberana (denominada en dólares) de LAC, que

FIGURA 1.5. Comportamiento de los Tipos de Cambio en LAC y Regiones Selectas

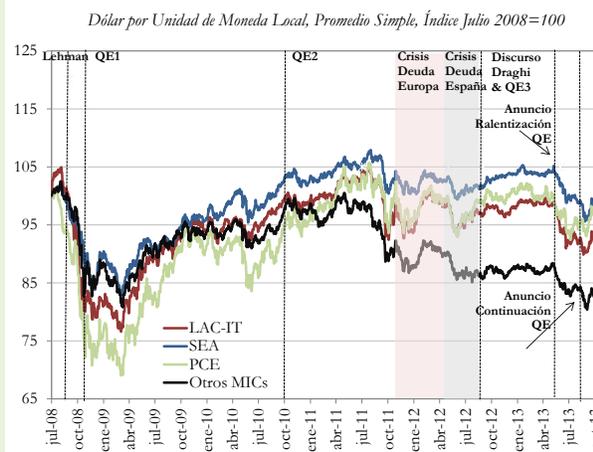
PANEL A. Declaraciones de Bernanke Sobre Ralentización del Ritmo del QE



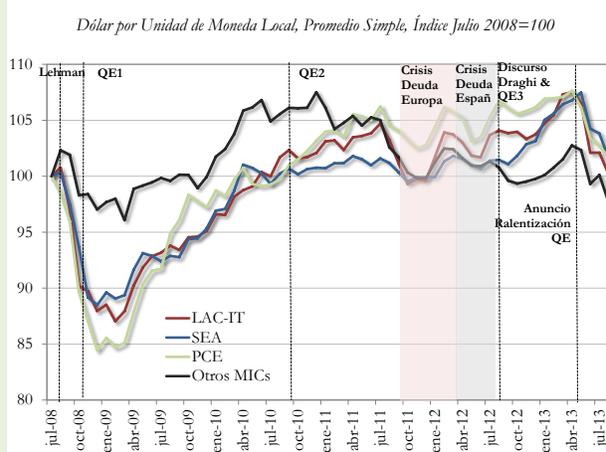
PANEL B. Decisión de Septiembre del FOMC y Tipos de Cambio en LAC



PANEL C. Tipos de Cambio Nominales



PANEL D. Tipo de Cambio Real Efectivo



Notas: El Panel A contiene la evolución del Real Brasileño y el Peso Mexicano durante el 19 de junio de 2013, mientras que el Panel B contiene la misma información para el 18 de septiembre de 2013. En todos los Paneles, movimientos hacia arriba se traducen en apreciación contra el dólar estadounidense (real en el Panel D), mientras que movimientos hacia abajo se traducen en depreciaciones. En los Paneles C y D, LAC-IT incluye Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú. SEA incluye Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. PCE incluye Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, y Suecia. Otros incluyen, China, India, Israel, Sudáfrica y Turquía. Fuentes: IFS, Bloomberg, GEM.

tienden a crecer con la pendiente de la curva.¹⁰ Alternativamente, una mayor tasa de interés de los bonos del Tesoro a diez años da lugar a una compresión menos que proporcional en la prima, lo que indica que las tasas de interés de las EM tienden a acompañar a los de Estados Unidos. Lo que es más importante, este efecto también se traduce, si bien de manera parcial, en rendimientos más altos en la deuda denominada en moneda local de LAC, lo que quizás constituya un resultado más relevante dado que la mayor parte del financiamiento de la región se canaliza mediante los préstamos de monedas nacionales en los mercados internos. Nótese que, además de este efecto directo sobre los rendimientos locales, debe considerarse también el impacto indirecto a través de las mayores tasas de política monetaria, mayores expectativas de inflación debido al posible traspaso a precios de una moneda más débil, así como, posiblemente, a un aumento en la volatilidad del tipo de cambio. Por consiguiente, si bien el vínculo entre la actividad económica y las tasas de interés internacionales podría haberse debilitado con la profundización de los mercados internos a lo largo de los años, una mayor pendiente y, en el largo plazo, un traslado expansivo de la curva de rendimientos del Tesoro de Estados Unidos, probablemente endurecerá las condiciones del crédito en LAC.

Como se ha destacado, mientras que el calendario y el ritmo siguen siendo inciertos, es probable que la inversión de la expansión monetaria en Estados Unidos continúe depreciando las monedas de las EM en el medio plazo. La corrección reciente (la tasa del Tesoro a 10 años pasó de 1.63 por ciento el 2 de Mayo a 2.99 por ciento el 5 de Septiembre) ofrece un ejemplo sencillo de la gran dispersión de la sensibilidad de las reacciones: las variaciones en el periodo oscilaron entre el -0.6 por ciento en China y el 22.8 en India. ¿Qué hay detrás de la diversidad de las reacciones? Con las limitaciones obvias de cualquier comparación causal basada en un único episodio, la **Figura 1.6** confirma una idea intuitiva: el grado de depreciación fue mayor donde el déficit de cuenta corriente fue mayor y donde la apreciación pasada (en la Figura, calculada para los dos años anteriores) fuera más pronunciada.

Naturalmente, ambos aspectos están íntimamente relacionados en la medida de que las intensas entradas de capitales (en concreto, de inversiones en cartera), los tipos de cambio flexibles (y que, si se da el caso, se aprecian) y los déficits de cuenta corriente podrían representar distintas facetas de un mismo fenómeno. Mirando hacia delante, podríamos especular con la idea de que los países más dependientes de los capitales extranjeros están más expuestos a la presión del tipo de cambio conforme los flujos de capitales dan marcha atrás.

Sin embargo, tal y como argumentamos con mayor detalle más adelante, esto no es un resultado necesariamente negativo para LAC. Gracias al proceso de desdolarización gradual de la última década y el pasar de ser deudores netos al resto del mundo en papeles de deuda a volvernos acreedores netos, la exposición a una corrección del tipo de cambio vinculada con los efectos sobre los pasivos de la presencia de deuda en moneda extranjera es hoy mucho menor que en los años noventa. En este contexto, una depreciación podría contribuir a corregir el desequilibrio en la balanza de cuenta corriente mediante la minimización de la carga sobre la economía real, especialmente en países con marcos de política monetaria de metas de inflación.

En resumen, el pesimismo que rodea el desempeño de LAC parece tener cierto sustento desde una

¹⁰ El modelo incluye variables de control habituales para el gusto por el riesgo (la prima de los bonos corporativos de alto rendimiento de Estados Unidos, la VIX) así como las calificaciones crediticias del país y las reservas como medida aproximativa del riesgo crediticio idiosincrático.

TABLA 1.2. Exposición a las Tasas de EE.UU.: Costos de Financiamiento en Moneda Extranjera y Local

Variable Dependiente	Diferencial en Dólares		Tasas en Moneda Local			
	Muestra	LAC	LAC		5 años	
	Completa		2 años	LAC		
Log Rating Crediticio	-1.329*** (0.0910)	-3.640*** (0.115)	0.289 (0.257)	0.118 (0.181)	0.860*** (0.135)	0.650*** (0.136)
Log VIX	0.115*** (0.0385)	0.157** (0.0647)	0.234*** (0.0626)	0.144*** (0.0403)	0.0696* (0.0418)	0.0541* (0.0309)
Log Índice HY	0.648*** (0.0299)	0.692*** (0.0547)	-0.120** (0.0609)	-0.133*** (0.0408)	0.0486 (0.0427)	0.00435 (0.0337)
Log Tasa de Política Monetaria				0.303*** (0.0425)		0.0602*** (0.0137)
Log Volatilidad Implícita 1 Año				0.0706 (0.0434)		0.0843*** (0.0296)
Expectativas de Inflación				0.154*** (0.0148)		0.0775*** (0.0122)
Log Reservas/PBI	-0.239*** (0.0485)	-0.0429 (0.0476)	0.180* (0.0937)	-0.273*** (0.0836)	-0.400*** (0.0720)	-0.458*** (0.0742)
Log Tasa EE.UU. 2 años			0.162*** (0.0162)	0.0547*** (0.0146)		
Log Tasa EE.UU. 5 años	-0.163*** (0.0122)	-0.0847*** (0.0248)			0.119*** (0.0222)	0.108*** (0.0185)
Constante	7.189*** (0.248)	12.97*** (0.327)	0.893 (0.627)	-0.230 (0.482)	-1.135*** (0.359)	-1.149*** (0.382)
Observaciones	1,059	552	382	359	215	215
R-cuadrado	0.902	0.852	0.634	0.877	0.889	0.931

*Nota: Diferencial en Dólares y Tasas en Moneda Local son regresiones de panel. La variable dependiente en la primera es el diferencial de tasas EMBI en dólares preparado por J.P. Morgan, mientras que la variable dependiente en la segunda es la tasa en moneda local para los vencimientos especificadas (dos y cinco años). Rating Crediticio corresponde a la calificación asignada por la agencia crediticia Standard & Poor's (dado que los ratings están expresados en letras, fueron convertidos a valores numéricos para su inclusión en la regresión). Índice HY es el índice de altos retornos para bonos corporativos que elabora Barclays Capital. Volatilidad implícita se calcula en base a opciones financieras, mientras que expectativas de inflación son las correspondientes a 12 meses. Errores estándares robustos en paréntesis; *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Fuentes: Bloomberg, Consensus Forecasts (Septiembre 2013) y Haver.*

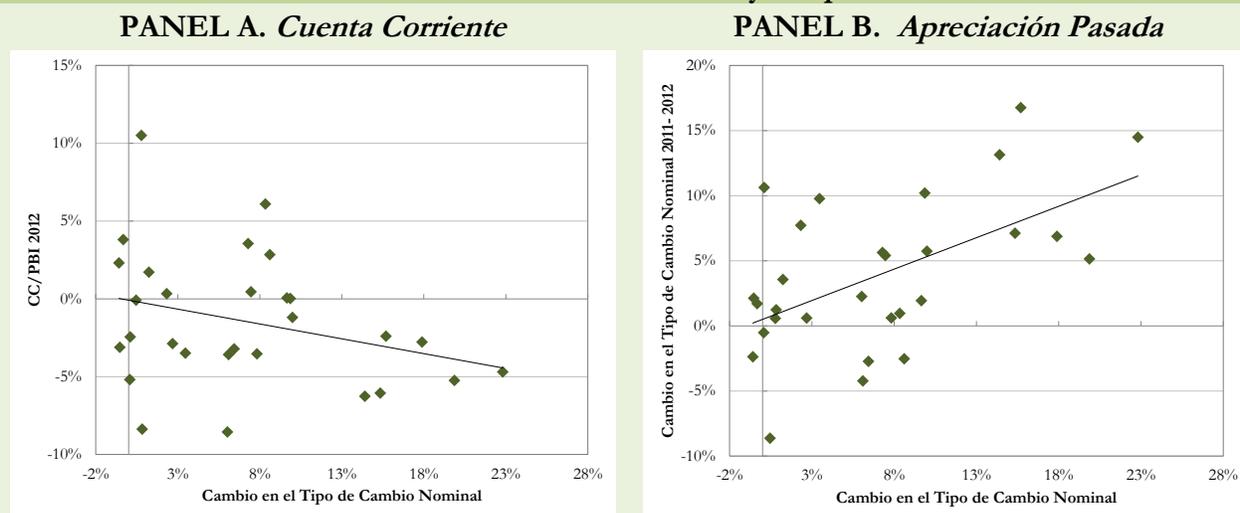
perspectiva de corto plazo. LAC, junto con otras regiones emergentes, está entrando en un periodo de tasas de crecimiento más moderadas. Los vientos externos favorables que apoyaron las altas tasas de crecimiento de la última década pierden vigor y algunos vientos en contra están a la vista. Más aún, hay poca evidencia de que LAC haya aprovechado la bonanza de la última década para hacer mejoras en el ámbito de la productividad que le permitan crecer a tasas más robustas a medida que los factores externos pierden fuerza. De cara al futuro la región se encontrará batallando dos frentes de manera simultánea. Por un lado, existe el desafío latente de aumentar el potencial de crecimiento de la región a través de ganancias de productividad: como mencionamos en nuestro informe semestral de abril de 2013¹¹, LAC tiene que encontrar su propio camino a un crecimiento mayor. Por otro lado, está el desafío de corto plazo de encontrar un mix de políticas macroeconómicas que le permitan a la región sortear los efectos adversos de un deterioro en los factores externos al mismo tiempo que se preserve la estabilidad macroeconómica y política que se ha ganado en los 2000.

Los patrones actuales de LAC: inversión e IED crecientes y aumento limitado del crédito

Tal y como se argumentó en el informe de abril de 2013 de esta serie, titulado “América Latina y el

¹¹ “LAC sin vientos a favor: En busca de un crecimiento mayor.”

FIGURA 1.6. Respuesta de los Tipos de Cambio a Cambios en la Tasa de Interés de EE.UU. Como Función del Saldo de Cuenta Corriente y la Apreciación Pasada



Notas: En los Paneles A y B, los países graficados son Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Croacia, República Checa, Egipto, Guatemala, Honduras, Hungría, India, Indonesia, Israel, Corea del Sur, Malasia, México, Paraguay, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Suráfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía, Ucrania, y Uruguay. Cambio en el Tipo de Cambio es el movimiento registrado por la moneda (países emergentes selectos) contra el dólar estadounidense entre el 2 de Mayo del corriente año y el 5 de Septiembre último, fechas entre las cuales la tasa de interés del bono del Tesoro estadounidense a 10 años hasta ahora ha alcanzado los máximos y mínimos en el año. Fuentes: Bloomberg y Haver.

Caribe sin vientos a favor: en busca de un crecimiento mayor”, las condiciones externas propicias de las que disfrutaron los países de la región en el periodo 2003-2010 (con la obvia excepción de los meses que siguieron a la crisis financiera global) indujeron una dinámica económica muy especial caracterizada por un crecimiento de la demanda interna, la expansión del sector servicios y el incremento de la demanda de bienes importados. La especificidad de esta dinámica se hace patente al comparar el peso que tiene la demanda interna en el PBI en América del Sur y México (SAM, por sus siglas en inglés, *South America and Mexico*) y en otras regiones emergentes como los MIC de Asia sudoriental o en países productores de materias primas como Australia o Canadá (que hemos agrupado como economías periféricas ricas o PCE, por sus siglas en inglés, *peripheral core economies*).¹² La demanda interna de SAM creció de manera estable durante los años 2000 y supera ampliamente a la de los países de Asia oriental y las PCE, un patrón central de las dinámicas de crecimiento de la región que se traduce en un deterioro progresivo de la balanza de cuenta corriente y un agravamiento de la dependencia de la región del financiamiento externo a pesar de la bonanza de las materias primas (Figura 1.7).

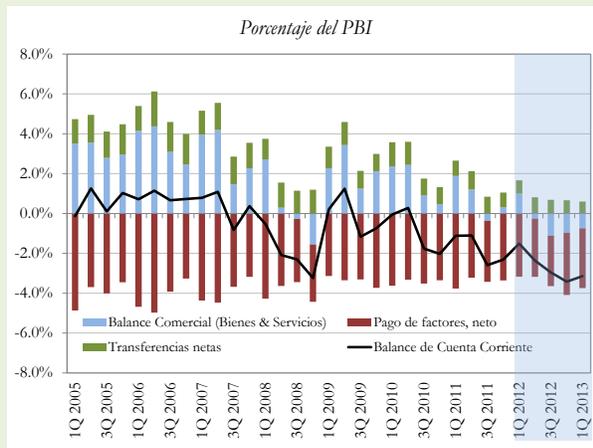
Si bien la descripción general del patrón de crecimiento de LAC que acabamos de plantear es coherente con los argumentos de algunos de los observadores más pesimistas, hay algunos matices que vale la pena enfatizar.

En primer lugar, en contra de la creencia popular, el rápido crecimiento de la demanda en SAM estuvo fuertemente asociado a un aumento de la inversión y no a un auge del consumo. De hecho,

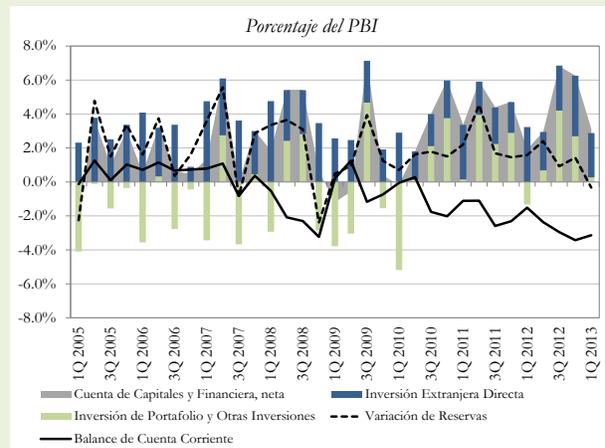
¹² Como es costumbre en los informes de esta serie, a lo largo del texto comparamos a LAC con otras tres regiones. los MIC de Europa oriental (Croacia, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Turquía), los MIC de Asia oriental (Indonesia, Malasia, Filipinas, la República de Corea del Sur y Tailandia) y las economías periféricas ricas (Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia).

FIGURA 1.7. Se Amplía el Déficit de Cuenta Corriente en LAC

PANEL A. Estructura de la Cuenta Corriente de LAC-6



PANEL B. Financiamiento de la Cuenta Corriente de LAC-6

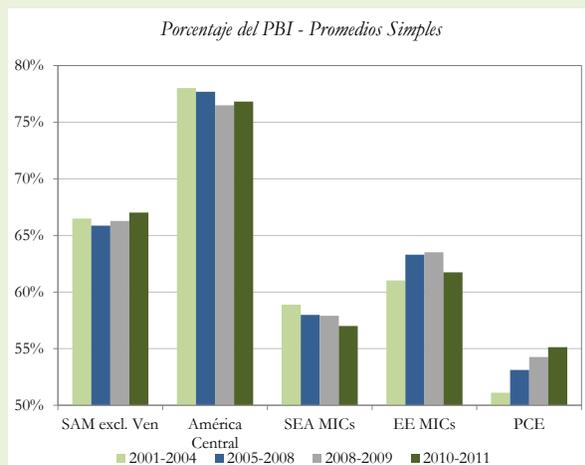
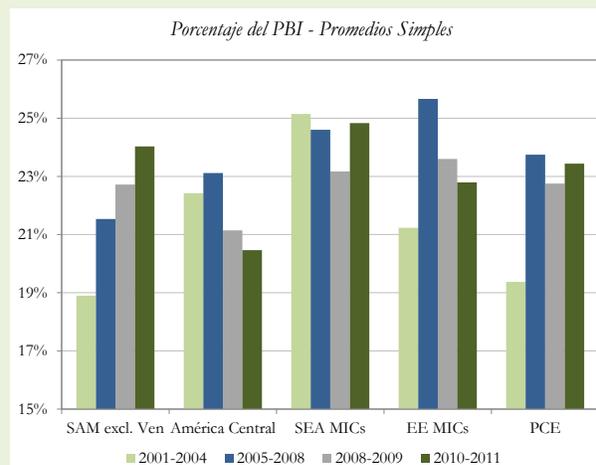


Notas: LAC-6 incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Uruguay. Perú no se ha incluido en la muestra porque los datos de balanza de pagos bajo la estructura del FMI-BPM6 sólo estaban disponibles hasta 2Q 2012. En el Panel B, valores positivos de la cuenta financiera representan entradas netas de capital. Fuentes: IFS-IMF; Banco Central de Brasil, y Banco Central de Uruguay.

los datos revelan que el peso de la inversión real en el PBI (esto es, después de descontar el efecto sobre los precios inducido por los cambios en los términos de intercambio) aumentó en un promedio de 5 puntos porcentuales durante los años 2000: del 19 por ciento del PBI a principios de los años 2000 al 24 por ciento del PBI a principios de la década de 2010. Este patrón se hizo especialmente visible en países como Argentina, Chile, Colombia y Perú. En cambio, el peso del consumo real en el PBI real solo creció en promedio 1 punto porcentual durante el mismo periodo: del 66 por ciento del PBI al 67 por ciento del PBI. No cabe duda de que el peso del consumo en LAC sigue siendo mayor que en los MIC de Asia oriental o las PCE (**Figura 1.8, Paneles A y B**). No obstante, los datos subrayan que **el auge de la demanda interna fue en su mayor parte el reflejo de un boom de la inversión y no el resultado de la euforia del consumo.**¹³

En segundo lugar, un somero análisis de los datos revela que el auge de la demanda interna de los países de SAM no estuvo alimentado por un *boom* del crédito, como sugieren muchos analistas. Con la excepción de Brasil, cuyo ratio del crédito privado con respecto al PBI mostró una leve aceleración, en la mayoría de los países de LAC este ratio creció de manera muy suave desde los niveles iniciales relativamente bajos de principios de los años 2000 (**Figura 1.9, Panel A**). Este resultado queda todavía más patente al comparar los niveles del ratio del crédito con respecto al PBI de LAC con los de otras regiones. De nuevo, con la excepción de Brasil (y Chile, no incluido en la Figura), los ratios del crédito con respecto al PBI de LAC oscilan entre el 20 y el 30 por ciento. Estas cifras son comparables con las de Indonesia o Filipinas y se sitúan claramente por debajo de las de las de los PCEs u otros MIC de Asia oriental como Corea del Sur del Sur, Malasia o Tailandia (todos los cuales tienen ratios por encima del 100 por ciento) (**Figura 1.9, Panel B y Panel C**).

¹³ De manera interesante, y en contraposición con los que temen una burbuja inmobiliaria en LAC, la gran expansión de la inversión en LAC estuvo enfocada sobre todo a la compra de maquinaria y equipos. La evidencia de los tres países de la región que reportan datos desagregados de inversión muestra que la inversión en construcción, aunque representa una proporción significativa del total de la inversión, fue opacada por el aumento de la inversión en maquinaria y equipos en el periodo 2003-2012.

FIGURA 1.8. Una Mirada Comparativa al Patrón de Crecimiento de LAC
PANEL A. Consumo Privado

PANEL B. Inversión


Notas: El consumo privado y la inversión se miden en términos constantes (base 2005) de las monedas de cada país. SAM: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Paraguay, Uruguay. Venezuela se excluye dado el salto de la inversión en el período de estudio, distorsionando los promedios regionales. CA: Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua. SEA MICs: Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia. EE MICs: Croacia, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, Rumania, República Eslovaca, y Turquía. PCE: Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia. Fuente: LCRCE, División de Estadísticas de la ONU.

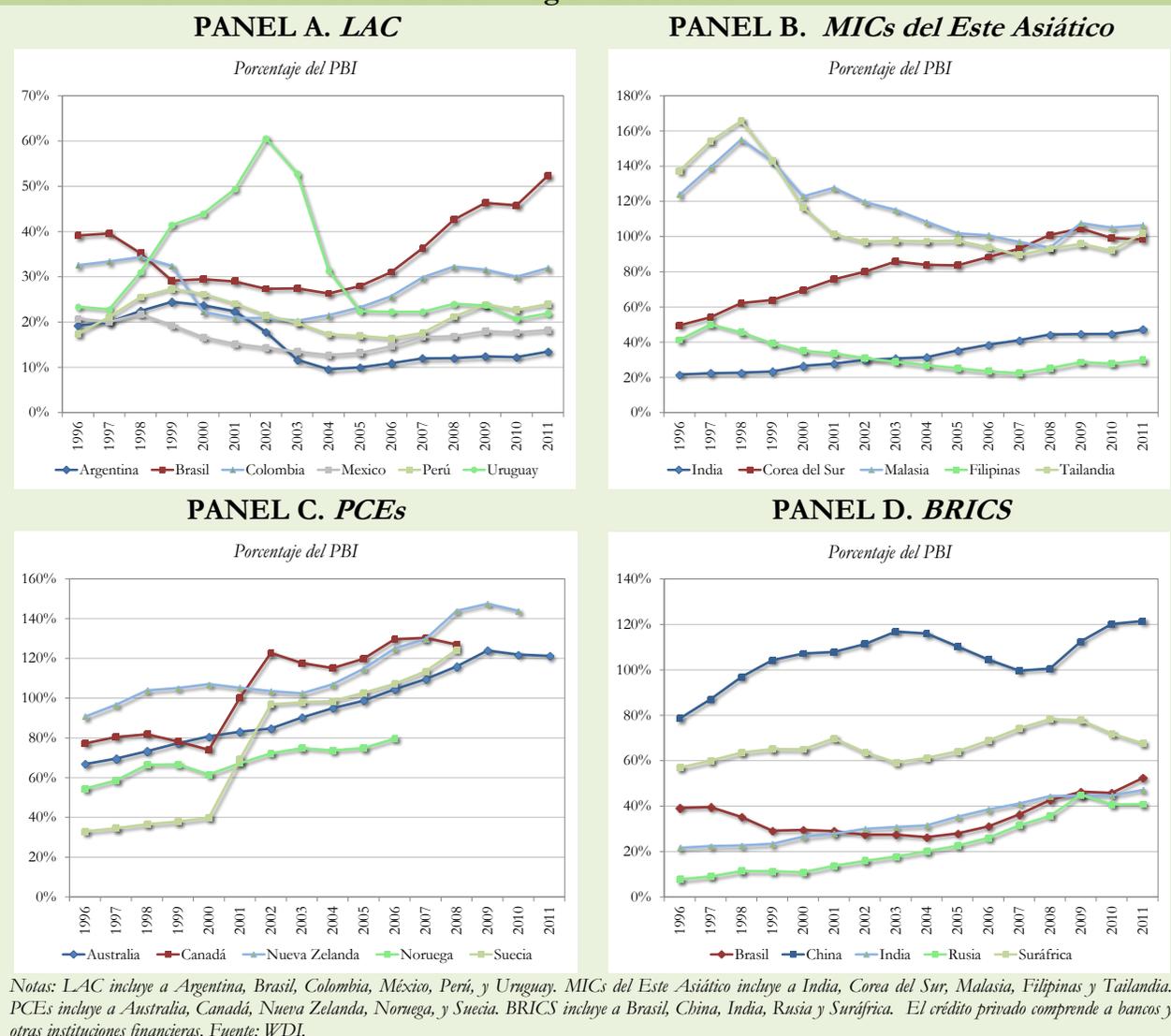
Incluso Brasil, cuyo ratio del crédito con respecto al PBI es el más alto y el que crece más rápido, se sitúa en la zona baja en comparación con otros BRICS: su ratio del 50 por ciento es comparable con el de Rusia e India y está por detrás del de Sudáfrica (60 por ciento) y China (120 por ciento). Más aún, tal como se documenta en nuestro reporte regional insignia del 2011 “El desarrollo financiero en LAC: el camino por delante,” a pesar de que la proporción del crédito destinado a consumo en LAC creció a tasas mayores que en otras regiones, la profundidad financiera total en LAC (medida como crédito bancario al sector privado como porcentaje del PBI) cayó en la última década con respecto a otras regiones. Esto indica que, pese a que puede que algunos países de la región muestren signos tempranos de un auge crediticio, esta preocupación no puede generalizarse en LAC, donde el crecimiento del crédito podría atribuirse a **una bienvenida profundización de los mercados de crédito de la región (típicamente anémicos)**, en lugar de a las consecuencias indeseadas del exceso de liquidez global.

Un tercer argumento que conviene subrayar es que, en contra de la sabiduría popular que tiende a sobrevalorar el papel de los flujos de inversión de cartera, el deterioro de la balanza de cuenta corriente de LAC está en gran medida financiado por (y es el resultado de) los flujos de inversión extranjera directa (FDI, por sus siglas en inglés, *foreign direct investment*), tal y como documentamos en nuestro informe de abril de 2013. En concreto, el crecimiento de LAC durante la última década no ha sido financiado, o al menos no de manera directa, ni por el auge de las materias primas ni por los grandes flujos de entrada de capitales especulativos, sino por la **entrada fuerte y estable de FDI**, que suele considerarse menos dependiente de las circunstancias externas (al igual que el *boom* de la inversión previamente mencionado).¹⁴

En resumen, la visión general de LAC como una región centrada en la demanda interna y profundamente dependiente del financiamiento externo es coherente con los datos. Sin embargo,

¹⁴ En promedio 33 por ciento de la FDI total en LAC-6 va a sectores primarios, 14 por ciento a infraestructura, 22 por ciento a manufacturas, y 25 por ciento al sector servicios.

FIGURA 1.9. Evolución del Crédito en Regiones Selectas



más que reflejar los signos de un *boom* del consumo basado en las importaciones baratas y financiado por el crédito barato, parece ser más acorde con una historia en la que los capitales internacionales financian oportunidades de inversión rentables basadas en los bienes de capital importados.

No cabe duda de que el buen desempeño de LAC en materia de atracción de FDI y la expansión de la inversión que esto ha generado no garantiza que la región resuelva los problemas de productividad que la aquejan. Más aún, la calidad de la inversión y la FDI observada en LAC es aún un tema empírico no resuelto.¹⁵ Tampoco quiere esto decir que las dinámicas observadas en LAC necesariamente implican que la región sea inmune a la reversión de los vientos favorables de los que tanto se benefició en el pasado. No obstante, el patrón observado en LAC revela una exposición y

¹⁵ Por ejemplo, existe un debate académico acalorado sobre los derrames de productividad generados por la FDI en LAC.

vulnerabilidad diferente (y menos ominosa) que la que domina la visión revisionista de muchos analistas desencantados que continúan viendo a LAC a través de una óptica que se aplicaba a los 90s pero que hoy en día parece no ser la correcta.

Reaparecen viejos fantasmas, ¿hay una nueva crisis a la vista?

¿Tiene LAC actualmente la habilidad para evitar el patrón de auges y caídas que ha marcado la historia de la región? La experiencia del periodo posterior a la crisis financiera global da esperanzas de que LAC sea ahora capaz de absorber los choques externos y eludir el tipo de crisis que caracterizó el pasado de la región. Sin embargo, el tercer argumento expuesto al comienzo de este capítulo y que parecen tener en la cabeza algunos analistas sugiere lo contrario, lo que invita a hacerse la pregunta: ¿puede el cambio de los vientos externos empujar a LAC a una nueva crisis similar a las de los años noventa y principios de los años 2000?

Para responder a esta pregunta es importante comprender el pasado de la región. Históricamente, las crisis financieras de LAC han sido, en gran medida, auto-infligidas. Incluso aunque la perturbación inicial fuese completamente exógena —como lo fue, por ejemplo, la crisis rusa de 1998—, las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras de LAC eran tales que la onda expansiva interna de la perturbación externa se amplificaba de manera sustancial. Este fenómeno de amplificación fue el resultado de un tipo de integración financiera arriesgada y caracterizada por los tipos de cambio inflexibles, los niveles bajos de reservas internacionales, los elevados volúmenes de contratos financieros dolarizados en los sistemas financieros nacionales y las cargas de la deuda extranjera con vencimiento a corto plazo.¹⁶

Esta estructura de la integración financiera de LAC no solo resultó frágil en sí misma, sino que se vio exacerbada por una serie de factores que se convirtieron en la marca de fábrica de LAC, como la inflación elevada y volátil, los déficits fiscales y de cuenta corriente crónicos, las cargas de las deudas públicas y la superficialidad de los sistemas financieros. Además, en un contexto de flujos de capitales procíclicos, el alcance de las maniobras de la política macro se encontró severamente limitado y las reacciones de las políticas tendieron a ser procíclicas. Por ejemplo, el miedo a dejar flotar el tipo de cambio reflejó las restricciones impuestas por la generalización de la dolarización de las deudas y, en consecuencia, la falta de flexibilidad del tipo de cambio resultante implicó que los banqueros centrales tuvieron que aumentar los tipos de interés en los malos tiempos para tratar de evitar las fugas de capitales. Así pues, el fenómeno de amplificación fue una especie de trampa: las debilidades internas magnificaron los choques externos y los flujos de capitales tendieron a reaccionar procíclicamente ante dichas debilidades; la interacción de estos factores hizo que las políticas macroeconómicas respondieran de manera más procíclica, lo que a su vez agravó la magnificación inicial.

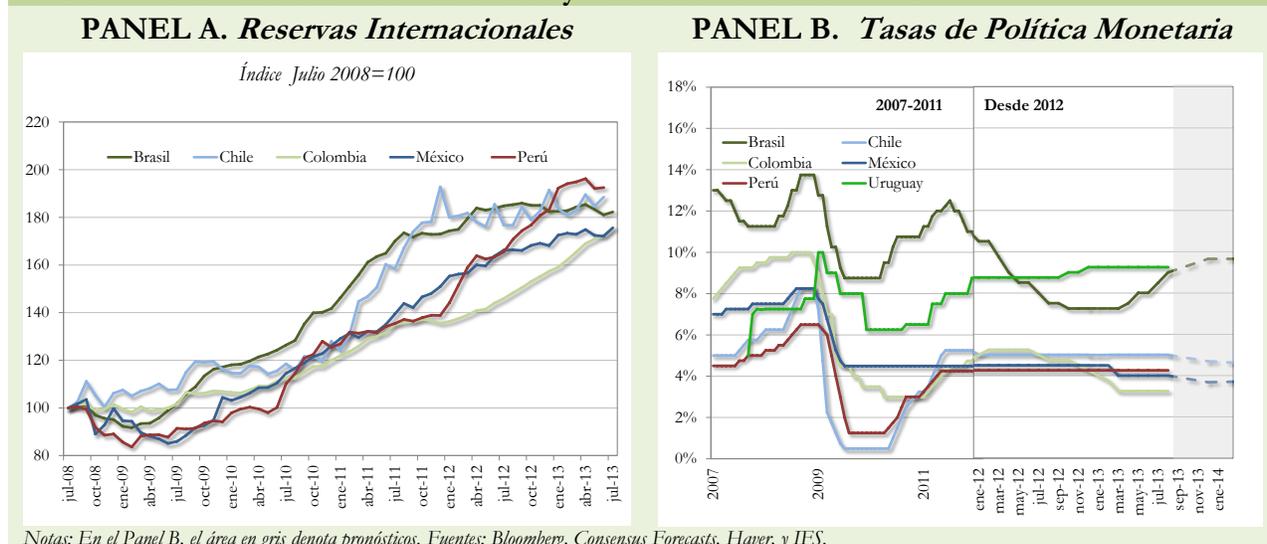
No obstante, desde los años 2000, la región ha dado pasos importantes para atenuar los rasgos que la hicieron vulnerable a los choques externos. La desdolarización gradual pero continua de muchos países de la región y la consolidación de regímenes creíbles de metas de inflación que han reducido de manera significativa el traspaso a precios de los movimientos cambiarios, dos características que abordamos en más detalle en el **Capítulo 2**, son quizás dos de los mayores logros de la región en materia macro-financiera y artificios fundamentales en la mejora del sistema inmunológico macro-

¹⁶ De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler (2002) analizan y repasan la literatura sobre las desiguales bendiciones de las modalidades seguras e inseguras de globalización financiera.

financiero de la región, el cual se ha documentado en detalle en otros reporte en esta serie. Más concretamente, muchos países de la región se han librado del tipo de restricciones que aquejaban la política monetaria en el pasado.

Por este motivo, creemos que es erróneo analizar la coyuntura actual desde la perspectiva del pasado y asumir que LAC caerá de manera inevitable en las mismas trampas que caracterizaron la historia económica de la región. Hoy en día, muchos países de LAC, sobre todo aquellos con regímenes creíbles de metas de inflación, tienen la habilidad de usar la política monetaria de manera contra-cíclica para absorber los choques externos y mitigar su efecto negativo sobre la actividad económica, lo que los libera del llamado “miedo a la depreciación”. Además, muchos de los colchones monetarios que permitieron a estos países evitar daños mayores durante la crisis financiera global han sido reconstruidos y están preparados para ser usados en caso de necesidad. El nivel de reservas internacionales está claramente por encima de los niveles previos a la crisis y, si bien las tasas de política monetaria son inferiores a las anteriores a la crisis, las autoridades monetarias no tendrán problemas en bajarlas para estimular la economía en caso de que sea necesario (**Figura 1.10**).¹⁷ Ya hay algunos países en la región que han comenzado a recurrir a políticas contra-cíclicas para mejorar algunos de los efectos contractivos de la incertidumbre de la coyuntura actual. En conjunto, tal y como se argumentó en el informe de abril del 2012 de esta serie, las exposiciones no necesariamente implican vulnerabilidades, ya que la habilidad de usar los amortiguadores de las políticas protege a las economías de los *choques* adversos. En este sentido, la región ha podido pasar de la postura centrada en la gestión de riesgos que caracterizó a las EM durante mucho tiempo a otra postura centrada en la gestión del ciclo económico que es más propia de las economías avanzadas.

FIGURA 1.10. Reservas Internacionales y Tasas de Política en LAC



¹⁷ No analizamos el espacio fiscal de los países de la región por dos motivos. En primer lugar, el objetivo de este informe es estudiar el alcance de los tipos de cambio como herramientas de las políticas contra-cíclicas, lo que está mucho más relacionado con la política monetaria que con la fiscal. En segundo lugar, el debate académico y político todavía está muy acalorado en lo que se refiere a la efectividad de la política anticíclica y a las políticas fiscales expansionistas que deberían usarse durante las recesiones.

Evidentemente, tal y como se ha enfatizado previamente en este capítulo, existe mucha heterogeneidad en las posibilidades de maniobrar mediante políticas económicas de los países de LAC, especialmente en cuanto al uso de política monetaria contra-cíclica y el uso de los tipos de cambio como amortiguadores de choques externos. Primero está un grupo compuesto por aquellos países con regímenes creíbles de metas de inflación, tipos de cambios flexibles y pocas vulnerabilidades macro-financieras, los cuales hoy en día tienen un amplio espacio de absorción de choques externos. Estos países son en cierta medida la espina dorsal de la región, ya que a pesar de ser pocos en número, representan aproximadamente el 70-80 por ciento del PBI y la población de LAC. Estos son los países en los que nos centraremos principalmente en el resto de este informe.

Por otro lado, muchos países en Centro América y el Caribe, así como algunos países en Sudamérica que no cuentan con regímenes de metas de inflación, aún no han desarrollado un contexto robusto de políticas que les permita maniobrar de cara a choques externos.¹⁸ Estos países no pueden contar mucho con sus monedas a la hora de absorber choques externos, ya sea por un alto traspaso a precios de las depreciaciones, por un alto grado de dolarización, o ambas. Hay tres países de este grupo que merecen especial atención debido a que sus economías están completamente dolarizadas: Ecuador, El Salvador y Panamá. Se espera que estos tres países experimenten apreciaciones reales conforme el dólar gana fuerza frente a otras monedas de la región.

Sin embargo, hay diferencias importantes entre estas tres economías. Es probable que Ecuador sea uno de los países a los que la coyuntura actual ha hecho más daño. Además de tener que enfrentarse a una moneda que se aprecia, lo cual lo pondrá en una posición de menor competitividad frente a sus países vecinos y limitará su habilidad de beneficiarse de la creciente demanda externa por parte de Europa y Estados Unidos, Ecuador será probablemente el país más perjudicado por la desaceleración en China de los tres países antes mencionados. Cabe recalcar que la dolarización fue un componente importante de la estabilización macroeconómica del país a principios de la década del 2000 y le dio una ventaja de competitividad a sus exportaciones cuando las monedas de sus vecinos se venían apreciando. Esta ventaja, sin embargo, probablemente desaparecerá en el contexto actual. El caso de El Salvador es distinto en un aspecto importante. Es probable que los estrechos lazos comerciales que el país centroamericano tiene con Estados Unidos compensen parte de las pérdidas de competitividad ocasionadas por el fortalecimiento del dólar. Además, el fortalecimiento de la actividad económica estadounidense probablemente incrementará los flujos de remesas desde Estados Unidos hacia El Salvador.¹⁹ Finalmente, de los tres países mencionados anteriormente, Panamá es probablemente el que está menos expuesto a la apreciación del dólar. Esto se debe a que la manera en que Panamá está integrado a las redes financieras y de comercio mundiales (como centro financiero y comercial) hace al país Centroamericano menos sensible a la apreciación del dólar. Más aún, el aumento esperado de los volúmenes comerciales debido a la recuperación de Estados Unidos y Europa probablemente añadirá impulso a la economía más vigorosa de LAC.

¹⁸ Adicionalmente al poco espacio de maniobra por el lado de la política monetaria, muchos países del caribe tienen poco espacio por el lado fiscal dados sus altos niveles de deuda y sus déficits externos. Más aun, el tamaño pequeño de sus economías dificulta la efectividad de las políticas económicas a la hora de estimular la economía doméstica.

¹⁹ Este efecto podría ser sustancial debido tanto al impacto de la recuperación en Estados Unidos como a la desaceleración en El Salvador. Según Fajnzylber y Lopez (2008), el flujo de remesas depende tanto del nivel de actividad económica de la economía remitente como del nivel de actividad de la economía receptora.

Balance Final

El posicionamiento de LAC en el contexto actual se puede ver desde dos ángulos. El primero tiene que ver con la vulnerabilidad de la región al contexto actual de menos vientos favorables. Desde esta perspectiva las noticias para LAC son muy buenas (en especial para los países con regímenes monetarios creíbles de metas de inflación): la región ha hecho grandes esfuerzos por construir un mejor sistema inmunológico macro-financiero, el cual se caracteriza por bajos niveles de dolarización financiera, una integración financiera internacional más segura, tipos de cambios flexibles, y regímenes creíbles de metas de inflación. Como consecuencia de estos esfuerzos, hoy por hoy algunos países de LAC parecen estar viviendo fluctuaciones económicas comunes y corrientes, del estilo de las que se observan en economías avanzadas, donde la política monetaria y los tipos de cambio pueden absorber parcialmente lo que parece la inevitable desaceleración cíclica de las economías de la región, y no las traumáticas crisis financieras de la década de los 90s.

Si bien es cierto el fortalecimiento del marco macro-financiero de la región de ser reconocido como uno de los grandes logros de LAC en la última década, esto por sí solo no soluciona los impedimentos estructurales que aquejan a la región y que la imposibilitan de alcanzar tasas de crecimiento mayores en el mediano plazo. En efecto, la experiencia de LAC sirve como ejemplo de que uno puede tener un marco macro-financiero sólido y a la vez estar atrapado en una dinámica de bajo ahorro, baja productividad, y bajo crecimiento.

Es por esto que desde el ángulo del crecimiento, el panorama de la región no es tan alentador. El poco progreso que LAC ha evidenciado en materia de productividad es sin duda una fuente de preocupación, en especial a medida que el contexto externo ya no es tan favorable para la región. La buena noticia es que hoy más que nunca los gestores de política en LAC están conscientes de este déficit y están haciendo esfuerzos por corregir este problema, lo cual es crucial para poder continuar con el progreso social que LAC ha experimentado en la última década. En cierta medida el desafío ahora es re direccionar toda la energía política que se utilizó para fortalecer el marco macro-financiero hacia reformas que mejoren la productividad de la región.

Entretanto la región debe enfrentarse a un entorno externo menos favorable que puede distraer a los gestores de políticas de sus objetivos de mediano y largo plazo. Afortunadamente la nueva capacidad que LAC tiene para absorber choques de corto plazo puede minimizar estas distracciones. El resto de este informe propone que los tipos de cambio van a jugar rol crítico en el desafío actual de LAC—enfocarse en sus metas de largo plazo a la vez que se mantiene la actual estabilidad macro-financiera de la región.

Capítulo 2: *El papel amortiguador de los tipos de cambio*

La coyuntura actual de LAC descrita en el capítulo anterior plantea dos retos importantes para la región. El primero tiene que ver con el aumento del crecimiento de LAC, típicamente lento, mediante la mejora de la productividad. Este reto fundamental se ha analizado en informes previos de esta serie y este informe no ahondará en él, sino que dedicará las secciones siguientes a estudiar el segundo reto al que la región se enfrenta: la minimización del impacto adverso de un entorno exterior menos favorable. En concreto, exploraremos el papel del tipo de cambio en la mitigación de los choques externos.

El modelo habitual de los manuales de economía internacional, esto es, el modelo clásico de Mundell-Flemming, sugiere que la flexibilidad del tipo de cambio real contribuye a mitigar los choques reales (en los términos de intercambio), mientras que la flexibilidad del tipo de cambio nominal ayuda a absorber los choques nominales. Sin embargo, durante muchos años los países de LAC evitaron o no fueron capaces de usar el tipo de cambio como mecanismo de absorción de choques. ¿Por qué sucedió así? ¿Está ahora LAC en una posición mejor para hacerlo? De ser así, ¿a través de qué mecanismos amortigua los choques el tipo de cambio? El objetivo del resto del capítulo es tratar de contestar a estas preguntas.

¿Miedo a la depreciación?

¿Qué hay de malo en simplemente dejar que el tipo de cambio solucione el problema? Si se desconfía de las apreciaciones por considerarlas un desincentivo a la producción nacional y un riesgo de desajuste potencial en los precios, ¿por qué a menudo hay resistencia a corregir completamente el tipo de cambio en la dirección opuesta? Y a la inversa, ¿por qué los exportadores de materias primas como Australia o Canadá tienden a no preocuparse por la flexibilidad total del tipo de cambio?

Suele haber dos preocupaciones concretas detrás del “miedo a la flotación” (esto es, la reticencia a dejar que el tipo de cambio se ajuste completamente ante presiones a la depreciación) —o, quizás más concretamente, detrás del miedo a la depreciación— que caracterizó a muchas economías emergentes en la década de 1990. La primera está relacionada con los efectos negativos sobre los balances generados por la presencia de desajustes entre las divisas (sobre todo la deuda pública y privada nominada en moneda extranjera, incluida la dolarización de los depósitos y préstamos nacionales). La segunda preocupación tiene que ver con la transmisión a la inflación de un tipo de cambio más depreciado (Calvo and Reinhart (2002)).

No obstante, esta situación se alteró de manera dramática en los años 2000, pues se produjeron dos cambios estructurales importantes en la región (la desdolarización y la inflación baja) que han reducido mucho la relevancia de estos temores en los últimos años, lo que ha modificado el margen de acción del tipo de cambio como instrumento contra-cíclico y parece poner a LAC en un mundo a la Mundell-Flemming por primera vez en décadas.

En primer lugar, en la última década se produjo una desdolarización financiera gradual y regular que redujo y en última instancia invirtió la posición en moneda extranjera de la mayoría de los países de

la región, tanto en el sector bancario y corporativo como en el sector público. Por ejemplo, la dolarización de los depósitos se ha reducido de manera sustancial en los últimos 10 años en casi todos los países de LAC (**Figura 2.1, Panel A**). No cabe duda de que todavía hay países, como Costa Rica, Nicaragua o Uruguay, donde la dolarización de los depósitos sigue siendo elevada. Sin embargo, la estabilidad de la tendencia bajista en toda la región sugiere que esto supone una restricción mucho menor que en el pasado.

También se ha producido una desdolarización significativa de los pasivos de los hogares de LAC y del sector corporativo de la región, lo que se refleja claramente en la reducción sistemática del porcentaje de préstamos denominados en dólares de LAC entre principios y finales de los años 2000 (**Figura 2.1, Panel B**). A finales de los años 2000, este ratio se situó en el 33 por ciento, tras reducirse desde el 45 por ciento de principios de la década, un nivel claramente inferior al de los países de Europa oriental (54 por ciento) y cercano a las cifras de las economías avanzadas no pertenecientes al G7 y las economías asiáticas. Análogamente, el porcentaje de bonos emitidos en moneda extranjera por el sector corporativo de LAC a finales de los años 2000 es mucho menor que a principios de la década (**Figura 2.1, Panel C**). No obstante, cabe destacar que la emisión de bonos en dólares sigue siendo más frecuente que en otras economías emergentes y avanzadas, lo que seguramente es un síntoma de la superficialidad del mercado interno de bonos de LAC. En resumen, la evidencia indica que el sector corporativo de LAC tiene unos balances mucho más saneados que a principio de los años 2000 y que el grado de desajuste entre las divisas es mucho menor.^{20 21}

El sector público fue probablemente donde se produjo el proceso de desdolarización más destacado, pues en muchos casos pasó de tener pocos dólares (y sostener una posición exterior neta expuesta a una depreciación real sustancial) a tener muchos (una combinación de desapalancamiento y “domesticación” de la deuda, acumulación de reservas e incremento de los ingresos parcialmente dolarizados vinculados al crecimiento de las exportaciones de materias primas). Esto se cumplió especialmente para el tramo a corto plazo de los flujos de liquidez pública, que son los que en general indujeron la falta de liquidez en dólares que desencadenó las crisis de deuda y divisas.

La **Figura 2.2** ilustra la desdolarización del sector público. Los países de la región han reducido de manera sistemática el *stock* de deuda nominada en dólares con respecto al PBI, con niveles que en la actualidad no superan el 25 por ciento del PBI,²² lo que sugiere que parte de los ingresos de las materias primas de los que muchos países de la región se beneficiaron les permitió disminuir el *stock*

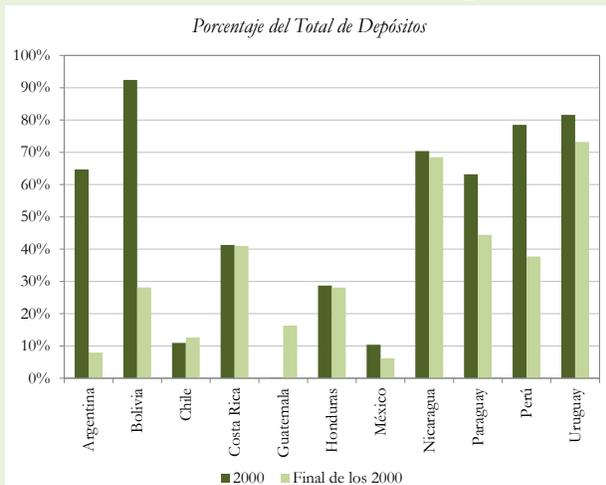
²⁰ Las agencias de calificación parecen compartir esta opinión. Una evaluación reciente del sector corporativo de Brasil realizada por Moody's planteó un punto de vista similar. La agencia de calificación considera que el impacto de la depreciación del real brasileño sobre la calidad crediticia del sector corporativo de Brasil es pequeña.

²¹ Además del proceso de desdolarización de LAC, muchos países de la región han cambiado poco a poco la estructura de las posiciones de sus activos y pasivos exteriores y han logrado así que los efectos agregados sobre los balances jueguen a su favor en medio de la agitación exterior (véase el informe de abril de 2012 de esta serie, “América Latina hace frente a la volatilidad: el lado oscuro de la globalización”). En promedio, los pasivos netos de deuda externa han cambiado de la deuda a las acciones, al tiempo que se han acumulado activos de deuda netos en moneda extranjera hasta alcanzar niveles superiores a los de los pasivos de deuda netos. Conforme se deprecian las monedas de LAC, el valor de sus activos exteriores en moneda nacional aumenta al tiempo que el de sus pasivos de deuda se reduce, lo que genera efectos positivos sobre la riqueza.

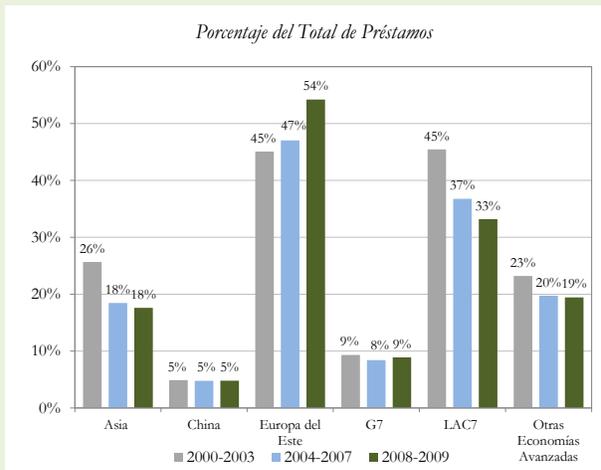
²² La Figura 2.2. compara la deuda externa total a principios de los años 2000, que incorpora tanto la deuda en moneda nacional como extranjera, con la deuda nominada en dólares a finales de los años 2000. Dado que parte de la deuda nacional está nominada en dólares y, con algunas salvedades, la deuda externa está nominada en dólares casi en su

FIGURA 2.1. Dolarización Financiera en LAC

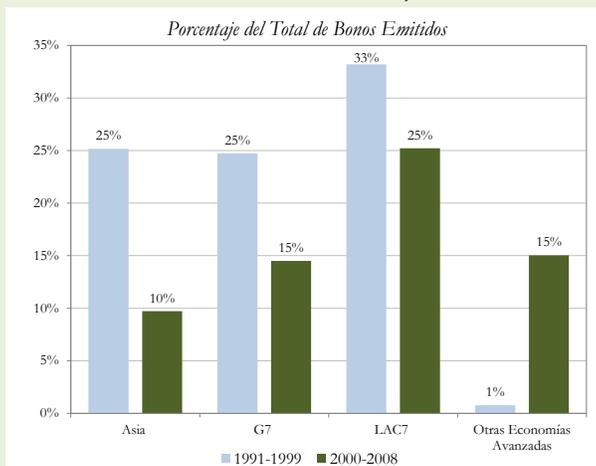
PANEL A. Dolarización de Depósitos



PANEL B. Dolarización de Préstamos



PANEL C. Bonos en Moneda Extranjera del Sector Privado



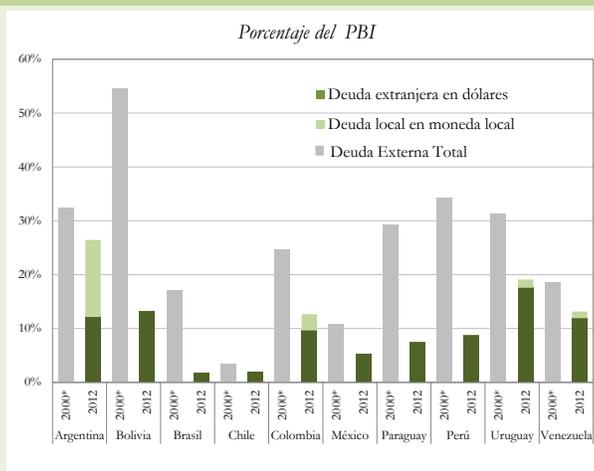
Notas: En el Panel A, para la mayoría de países, Final de los 2000 representa 2008-2009. Para Bolivia, Costa Rica, Perú, y Uruguay, Final de los 2000 corresponde al valor de 2013e. Fuentes: Levy Yeyati (2006); De la Torre, Ize, and Schmukler (2011); BIS, Bancos Centrales de Bolivia, Costa Rica, Perú, y Uruguay; y Dealogic.

de deuda, especialmente aquella denominada en moneda extranjera. En cierto modo, la escasez de ahorros derivados del dinero producto de precios de materias primas favorables ha sido compensada en muchos países de la región por una reducción de los pasivos denominados en dólares.

El segundo motivo del “miedo a la depreciación” (y quizás el único que queda ahora que la preocupación por la desdolarización financiera se ha reducido considerablemente) está vinculado a las consecuencias potenciales sobre la inflación de una corrección repentina del tipo de cambio o, más en general, de la transmisión de los tipos de cambio a los precios de los bienes de consumo. En el contexto de las economías de América Latina, en el pasado esta transmisión se debió, alternativamente, al impacto de los tipos de cambio sobre los precios de las importaciones (el mecanismo tradicional estudiado en la literatura) y a la indexación implícita o explícita al tipo de

totalidad, la comparación realizada en la Figura 2.2 en general subestima la reducción de la deuda pública nominada en dólares.

FIGURA 2.2. Deuda Pública Denominada en Dólares



Fuentes: BIS y Dealogic.

cambio en escenarios de inflación moderada y alta (la misma indexación explotada por los planes de estabilización basados en el tipo de cambio hasta los años noventa). Pero la desaparición gradual de la indexación de los precios y la creciente credibilidad de los bancos centrales (en especial de aquellos que se fijan metas de inflación) han hecho que la transmisión disminuya en los años 2000 y se emule así el que ya era un hecho estilizado para las economías avanzadas una década antes.

Parte de la evidencia de la reducción de la transmisión proviene de las economías avanzadas. Murchison (2009) resume así los resultados de otros artículos sobre Canadá: “mientras que existe algún debate sobre la magnitud de la transmisión de tipo de cambio a precios antes de los años ochenta, el consenso parece ser que se ha reducido de manera dramática desde entonces.” Por su parte, Bouakez *et al.* (2008) dividen la muestra en dos partes (1973Q2-1990Q4 frente a 1991Q1-2006Q2) y concluyen que, si bien la transmisión a los precios de las importaciones se mantuvo estable con el paso del tiempo, la transmisión a los precios de los bienes de consumo se redujo en 12 puntos porcentuales en el corto plazo y llegó a 0 en el segundo periodo analizado (los años noventa). Chung *et al.* (2011) resumen algunos de los argumentos principales que explican este patrón: “la transmisión a los precios de venta finales es considerablemente menor que la transmisión a los precios de las importaciones al pasar la frontera porque los bienes importados incorporan un componente interno sustancial (los costes de transporte, los insumos laborales, los ingresos y los márgenes de beneficios de los distribuidores y vendedores, etc.) que en general da cuenta de aproximadamente la mitad del precio de los bienes de consumo finales.”²³ Además, en entornos de inflación baja, muchos de estos costos internos podrían oscilar cíclicamente para amortiguar los movimientos del tipo de cambio y estabilizar aún más los precios.

¿Qué hay de las economías emergentes? Históricamente, la transmisión del tipo de cambio, típicamente grande, se ha vinculado con la indexación generalizada del dólar en contextos de inflación crónica, puesto que el tipo de cambio era usado como referencia nominal (incluso por parte del gobierno), lo que explica los numerosos planes de estabilización basados en el tipo de cambio que hubo desde los años setenta hasta principios de los noventa. Pero conforme los déficits

²³ Los autores basaron sus conclusiones en estimaciones del mecanismo de transmisión para Australia.

fiscales se controlaban (lo que eliminó la monetización del déficit como fuente fundamental de la inflación) y los bancos centrales aumentaron su independencia y reputación, el ancla del tipo de cambio se sustituyó con la de la meta de inflación.²⁴ Así, no solo se eliminó la indexación al dólar, sino que también se desvincularon la inflación presente y pasada de la inflación esperada, lo que redujo la inercia inflacionaria y orientó hacia el futuro la fijación de precios (especialmente en regímenes con objetivos de inflación). En este contexto, no es sorprendente que las economías emergentes gradualmente hayan emulado a las avanzadas en la domesticación de la transmisión del tipo de cambio. La **Tabla 2.1** presenta los resultados de una encuesta del BIS a bancos centrales sobre su evaluación del mecanismo de transmisión y documenta estos aspectos (en Mihaljek *et al.* (2008)).

La evidencia para LAC apunta en la misma dirección: el mecanismo de transmisión se ha reducido sistemáticamente durante los años 2000. Así, la **Figura 2.3** muestra los resultados de una regresión estimada, país por país, del IPC como función del tipo de cambio efectivo nominal (NEER, por sus siglas en inglés, *nominal effective exchange rate*), la brecha productiva estimada con el filtro HP y la variable dependiente rezagada, con todas las variables en logaritmos y para todos los países de nuestra muestra.²⁵ Los resultados que se derivan de nuestro ejercicio concuerdan con los de Mihaljek *et al.* (2008) y Ghosh (2013): el mecanismo de transmisión en LAC (y otros países similares) se ha reducido significativamente en la última década y actualmente se sitúa en niveles muy bajos.²⁶

La evidencia presentada sugiere que LAC se ha liberado de los hándicaps que amplificaban los choques y generaban los patrones de auges y caídas del pasado, lo que a su vez ha permitido que muchos países de la región avancen hacia marcos de las políticas monetarias más robustos con tipos de cambio flexibles y regímenes creíbles de metas de inflación. La mejora en la credibilidad y la capacidad institucional de los bancos centrales, que ha contribuido a la reducción estable de la inflación y su volatilidad, ha consolidado aún más la reducción de los desajustes entre divisas de los balances público y privado, lo que ha generado un círculo virtuoso que ha fortalecido el sistema inmunológico macro-financiero de la región.

¿Puede el tipo de cambio amortiguar los choques externos?

Aunque haya espacio para que el tipo de cambio se deprecie y evolucione de manera contra-cíclica durante una recesión, como se ha argumentado antes, queda pendiente la cuestión de cómo y en

²⁴ Messina y Sanz de Galdeano (2011) muestran cómo el cambio en la credibilidad del banco central ha modificado radicalmente el proceso de determinación salarial en Brasil y Uruguay. En los años noventa y a principios de los años 2000, los ajustes salariales siguieron de cerca los cambios en el salario mínimo y el tipo de cambio; en cambio, a finales de los años 2000, los ajustes salariales siguieron de cerca el objetivo de inflación.

²⁵ La Figura enfatiza los casos en que el coeficiente del NEER no fue significativo. También experimentamos con otras versiones de este modelo para contrastar si hay asimetría (distinguiendo las depreciaciones de las apreciaciones), no linealidades (grandes modificaciones del tipo de cambio) y si los resultados cambian al incluir la inflación relativa multilateral. El resultado fundamental, esto es, que la transmisión disminuyó en los años 2000 hasta alcanzar niveles muy bajos, se mantuvo.

²⁶ Ghosh (2013) presenta estimaciones del mecanismo de transmisión basadas en datos trimestrales del periodo 1970-2010 para un panel de 9 países de América Latina en los que hubo reducciones notorias en los años 2000. El autor estima una regresión de la inflación en la que incluye como variables de control el tipo de cambio bilateral y el tipo de cambio efectivo nominal (NEER), el crecimiento de la producción, los precios extranjeros y la inflación retardada. Los resultados indican que, en ambos ejercicios, la transmisión a la inflación fue menor en los años 2000 que en las décadas anteriores.

TABLA 2.1. Cuestionario del BIS Sobre Mecanismos de Transmisión

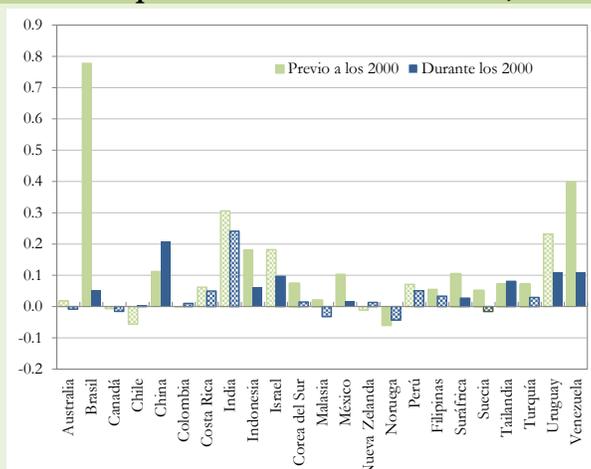
Evaluaciones de Bancos Centrales del Traspaso de Tipo de Cambio a Precios			
País	Estimaciones recientes del coeficiente de traspaso (1)	Disminuyó el coeficiente de traspaso recientemente?	Principales razones que explican la caída del traspaso de tipo de cambio a precios
Hong Kong		No hay evidencia de caída en el traspaso de tipo de cambio a precios	
India	8-17%	Sí, desde 1990s	Caída en inflación; menores tarifas
Malasia		No; Traspaso relativamente estable 1990-2006	
Filipinas	1.2%	Sí, desde 23% antes de 1993	
Singapur	3%		
Tailandia	Pequeño	Aumento en menor medida	Flexibilidad cambiaria
Colombia	3% - 2006	Sí, desde 4-5% en mitad-1980	
Perú	10% - 2006	Sí, desde 10-20% en 2001-04	
Venezuela		Sí, durante 2005-06	Reservas de Tipo de Cambio↑, Precio del Petróleo↑; Menor volatilidad cambiaria
República Checa	0-40%		Sí Metas de inflación, Flexibilidad cambiaria
Hungría			Sí Ensachamiento de la banda cambiaria, Metas de inflación
Polonia	12% - 2006	Sí, desde 24% en 2002	Metas de inflación, Flotación cambiaria
Israel	23% - 1999-2004	Sí, desde 33% en 1991-98	Caída en inflación; estabilización cambiaria
Turquía	42% - Desde 2001	Sí, desde 63% antes de la flotación	
Sudáfrica	7.8%	No está claro que el traspaso disminuyó	

Notas: (1) Porcentaje de incremento en el IPC, seguido de una depreciación nominal del 10% (las definiciones por países pueden diferir). Traspaso hace referencia al traspaso de tipo de cambio a precios. Fuente: BIS (2008)

qué medida puede ejercer el papel amortiguador esperado. En concreto, en el caso de que se invierta la tendencia de la balanza por cuenta de capitales (debido a la reducción de la liquidez global) al tiempo que se deteriora la balanza de cuenta corriente (debido al debilitamiento de los términos de intercambio y la demanda externa de China), ¿cómo puede un tipo de cambio más depreciado facilitar el ajuste de la balanza de pagos?

La cuestión no es trivial. El argumento tradicional para las economías pequeñas y abiertas indicaría que la balanza comercial mejora (gracias al aumento de las exportaciones y la reducción de las importaciones) y que esta mejora se ve acompañada por una expansión de la producción para el mercado interno (mediante una expansión de las actividades no transables que sustituyen a las importaciones) como consecuencia del precio más competitivo de los productos locales. No obstante, la realidad plantea muchos más matices: las exportaciones (especialmente las materias primas) suelen ser muy inelásticas en el corto plazo y la reducción de las importaciones (a través de efectos renta y sustitución) podría lastrar la actividad económica global, dado que la producción interna típicamente se basa en las importaciones no sustituibles de bienes intermedios y de capital (tal y como evidenció el doloroso ajuste de 2009 al colapso comercial).

Además, si bien la apreciación de la moneda se debió tanto al comercio como a las entradas de capitales, la bonanza global podría no desencadenar tantas salidas de capitales como se espera.

FIGURA 2.3. Estimación de Traspaso a Precios Entre Países, Revisada


Notas: Los coeficientes de traspaso se derivaron de una regresión por país usando como variable dependiente la inflación anual, y como variables independientes la inflación rezagada, el cambio anual tipo de cambio nominal efectivo, y la brecha de producto. Las barras oscuras (sin patrón de relleno con rayas) corresponden a los coeficientes que resultaron ser estadísticamente significativos al 95%. Fuentes: Bloomberg, Haver y el Banco Mundial.

La depreciación de las monedas de LAC, al reducir los precios de los activos nacionales (reales y financieros) y elevar los rendimientos de la inversión, podría limitar la salida de flujos de inversión en cartera e inducir entradas de FDI que en otras circunstancias se habrían alejado mientras los tipos de interés regresaban a la normalidad.

Pese a todo el debate en torno a las ventajas de los tipos de cambio flexibles como herramienta de política económica para lidiar con un mundo volátil y globalizado, la investigación empírica sobre los mecanismos mediante los cuales el tipo de cambio ayuda a sobrellevar el ciclo es notoriamente escasa. Ahora que, por primera vez en mucho tiempo, varios países de la región están preparados para apoyarse en el tipo de cambio para mitigar los costes de un ciclo bajista, esta pregunta empírica resulta más relevante que nunca.

La flotación como mecanismo de estabilización de la balanza comercial

¿Cuán receptiva es la balanza comercial ante los movimientos del tipo de cambio real? ¿Cuál es el margen del ajuste: las exportaciones, la sustitución de las importaciones o el efecto renta— el debilitamiento de la demanda interna vinculado con la reducción del crecimiento, a saber, el mecanismo de ajuste menos deseable?

La literatura sobre comercio proporciona algunas estimaciones detalladas de la elasticidad. Por ejemplo, Kee *et al.* (2008) estiman elasticidades para 5000 bienes importados y consideran no solo la sustitución de importaciones sino la sustitución *entre* importaciones y los efectos renta, de modo que se esperaría que las elasticidades promedio ponderadas presentadas en el artículo sobrevaloraran la elasticidad total de las importaciones. Imbs y Mejean (2010) proponen una solución a este problema de agregación y calculan la elasticidad de las exportaciones y las importaciones para un grupo de economías avanzadas y en desarrollo, cuyas magnitudes oscilan entre 0.5 y 2.57 y entre 0.9 y 2.25, respectivamente. Desafortunadamente, el único país de América Latina de la muestra es Venezuela.

Por su parte, Tockarick (2012), calcula elasticidades con respecto al precio e incorpora los efectos de equilibrio general que se derivan de los cambios en los precios de otros bienes comercializables (por ejemplo, el componente importado de los bienes exportados). A continuación, partiendo de estas elasticidades estimadas, calcula la elasticidad con respecto al tipo de cambio de la balanza comercial. Una linealización logarítmica básica de la balanza comercial como la siguiente plantea el punto de partida para abordar la cuestión:

$$\Delta \log(\text{Importaciones}) = \alpha + \beta \Delta \log(\text{REER}) + \gamma \Delta \log(Y) + \varepsilon \Delta \log(\text{PI})$$

$$\Delta \log(\text{Exportaciones}) = \theta + \mu \Delta \log(\text{REER}) + \pi \Delta \log(Y^*) + \rho \Delta \log(\text{PX})$$

$$\Delta \log(\text{Balanza Comercial}) = (\theta - \alpha) + (\mu - \beta) \Delta \log(\text{REER}) + \pi \Delta \log(Y^*) + \rho \Delta \log(\text{PX}) - \gamma \Delta \log(Y) - \varepsilon \Delta \log(\text{PI})$$

donde PI, PX son los precios unitarios en dólares de las importaciones y las exportaciones, respectivamente (aproximados mediante el índice de precios implícito), mientras que Y e Y^* representan la demanda interna y mundial (aproximadas mediante la producción interna y global). El efecto total de una depreciación dependerá de una combinación de parámetros para los que, a priori, esperamos lo siguiente: que $\mu > 0$ y $\beta < 0$ de modo que, en el caso de que haya una depreciación real, las exportaciones suban y las importaciones caigan.²⁷

La **Tabla 2.2** sigue la estrategia de Tockarick y presenta las elasticidades estimadas de las exportaciones, las importaciones y la balanza comercial (TB, por sus siglas en inglés, *trade balance*) con respecto al tipo de cambio real.²⁸ Como puede verse, casi toda la acción viene de las importaciones, lo que quizás refleje que muchos de estos países exportan sobre todo materias primas cuyas ofertas internas son relativamente inelásticas (nótese que, en principio, este argumento no podría aplicarse a México, país exportador de manufacturas). Pero, como se ha indicado, traducir estas elasticidades en términos de la balanza comercial agregada y, lo que es más importante, tener en cuenta el efecto renta, no es una tarea sencilla, por lo que estos resultados deberían interpretarse con cautela.

Alternativamente, la literatura macroeconómica empírica ofrece resultados variados sobre la conexión entre el tipo de cambio real y la balanza comercial. De hecho, la escasez de resultados positivos tiene su propio nombre en la jerga económica, “el pesimismo del tipo de cambio,” popularizado en la posguerra para hacer referencia a las bajas elasticidades del comercio con respecto al tipo de cambio que solían encontrarse en la literatura (Obstfeld, 2002).

En un trabajo reciente, Colacelli *et al.* (2006) recurren a un modelo de gravedad bilateral y concluyen que las elasticidades de las exportaciones son muy pequeñas (inferiores al 5 por ciento) en los países en desarrollo. En cambio, Freund y Pierola (2008) documentan que las devaluaciones del tipo de

²⁷ También esperamos que γ and $\pi > 0$, y que ε y $\rho < 0$.

²⁸ El ejercicio asume que la economía es “pequeña” (demanda de exportaciones inelástica y oferta de importaciones procedentes del resto del mundo), utiliza las elasticidades de la demanda de importaciones de Kee *et al.* (2008) y las estimaciones de las elasticidades de la oferta de exportaciones de Tockarick.

TABLA 2.2. Cálculo No-Econométrico del Balance Comercial ante una Depreciación del REER (Medido como una disminución en el REER)

	Elasticidad de Exportaciones	Elasticidad de Importaciones	Elasticidad del Balance Comercial	Peso de Importaciones
Argentina	-0.12	0.31	-0.43	72%
Bolivia	-0.2	0.4	-0.6	67%
Brasil	-0.11	0.3	-0.41	73%
Chile	-0.27	0.42	-0.69	60%
Colombia	-0.14	0.28	-0.42	67%
Costa Rica	-0.27	0.46	-0.73	63%
México	-0.12	0.48	-0.6	80%
Perú	-0.19	0.36	-0.55	65%
Paraguay	-0.36	0.54	-0.9	60%
Uruguay	-0.2	0.43	-0.63	68%
Venezuela	-0.02	0.28	-0.3	93%

Notas: una elasticidad negativa de las exportaciones implica un aumento en las exportaciones cuando el tipo de cambio real cae (se deprecia), y una elasticidad positiva de las importaciones implica una disminución en las importaciones cuando el tipo de cambio real cae (se deprecia). Fuentes: Cálculos de los autores basado en Tocarik.

cambio que dan lugar a infravaloraciones significativas de las monedas de países en desarrollo están correlacionadas con las subidas de las exportaciones en dichos países. Sin embargo, como indica Lederman (2011), estos resultados podrían deberse en cierta medida a la estrategia adoptada por las autoras, quienes identifican episodios de subidas de las exportaciones de manufacturas y después estiman la correlación entre la tasa de crecimiento de las exportaciones y el tipo de cambio, pero no contrastan si y cuándo la *probabilidad* de una subida de las exportaciones depende del tipo de cambio.

Por su parte, Hausmann, Pritchett y Rodrik (2005) muestran que la probabilidad de que haya episodios de crecimiento sostenido está correlacionada con las devaluaciones reales y atribuyen esta correlación al efecto reductor que tiene una moneda infravalorada sobre el comercio. Sin embargo, Levy-Yeyati *et al.* (2012) concluyen que una moneda más depreciada está asociada con un crecimiento mayor, pero no a causa del crecimiento de las exportaciones o la sustitución interna de las importaciones, sino por el aumento del ahorro y la acumulación de capitales. Así, el argumento de Rodrik (2008) a favor del mecanismo comercial se fundamenta en la correlación positiva entre la infravaloración y la industria y en la correlación negativa con la agricultura, lo que lleva implícito el supuesto de que la primera es más intercambiable que la segunda, una suposición que no concuerda en absoluto con el patrón de América Latina.

Sin embargo, en un trabajo reciente, Eichengreen y Gupta (2012) muestran que una depreciación real tiene un efecto positivo sobre las exportaciones (en especial sobre los servicios “modernos”) para un panel de 66 países. Para retomar estos resultados, recurrimos a un modelo econométrico estándar de forma reducida: una regresión del cambio en el logaritmo de las exportaciones como función del cambio en la demanda externa (crecimiento global) y el cambio en el logaritmo del REER, así como el logaritmo del REER para tener en cuenta el papel jugado por la infravaloración y la sobrevaloración del REER. Dado que estamos especialmente interesados en las diferencias entre los países de LAC, utilizamos un panel de países de la región pero dejamos que el coeficiente del cambio (y el nivel) del REER varíe por país. Además, estimamos un modelo similar para las importaciones, para lo que usamos el cambio en el logaritmo de las importaciones y reemplazamos la

demanda global con la interna (aproximada por el crecimiento interno). Las elasticidades de las importaciones podrían depender de la composición de las mismas: es de esperar que los bienes de consumo sean más sensibles a los precios que los bienes intermedios o de capital, que son más difíciles de sustituir.²⁹ Para contrastar esta hipótesis estimamos el modelo para los bienes de consumo y los demás bienes de manera separada.

La **Tabla 2.3** presenta los resultados. Pese a los problemas potenciales que plantea esta estimación (un periodo de tiempo relativamente breve, cambios sustanciales en la composición y los patrones del comercio en LAC, la influencia de la inelasticidad del comercio intraindustrial en un contexto de acuerdos negociados como el de los autos en Mercosur), el ejercicio proporciona varios resultados sugerentes. En primer lugar, las elasticidades de las exportaciones son pequeñas: 11 por ciento (7 por ciento si se incluye también el nivel del REER) y niveles cercanos (o no significativos) cuando la estimación se realiza país por país. En segundo lugar, las elasticidades de las importaciones son el doble de grandes, en especial (como era de esperar) en el caso de los bienes de consumo.

¿Cómo hay que interpretar estos resultados? Tomemos, por ejemplo, el caso de Brasil: una depreciación real del 10 por ciento añadiría un 1.6 por ciento al volumen de exportaciones y reduciría las importaciones en un 2.5 por ciento. Partiendo de los volúmenes en 2012 de las importaciones y de las exportaciones de US\$174 y US\$251 billones de dólares (a precios constantes), el déficit comercial se reduciría en casi US\$9.1 billones.

Naturalmente, este es un resultado estilizado: hay muchas otras cosas que suceden al mismo tiempo, entre las que destaca el debilitamiento de la demanda interna. Así, si utilizamos por simplicidad la elasticidad promedio de las importaciones con respecto al ingreso, del 2.5 por ciento, una depreciación del 10 por ciento del tipo de cambio real tendría el mismo efecto sobre la balanza comercial que una reducción de 1.4 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento del PBI brasilero. Además, la capacidad del tipo de cambio de inducir una sustitución de las importaciones benigna dependería del tamaño del país y de la diversificación y versatilidad de sus productores. Análogamente, deberíamos esperar una respuesta mayor de las exportaciones ante una depreciación en el caso de México, país exportador de manufacturas, o en los países caribeños, en cuyas economías el turismo es crucial, que en Perú o Bolivia, países sin diversificación y con economías intensivas en el uso de recursos naturales.³⁰

Pero, en conjunto, la evidencia preliminar presentada indica que una realineación de los tipos de cambio podría hacer mucho por evitar el ajuste del ingreso que de otra manera será necesario para compensar el efecto sobre la balanza de pagos del cambio de rumbo de los vientos globales.

²⁹ Lo mismo sucede con la composición de las exportaciones. Por ejemplo, se esperaría que las manufacturas respondan más al tipo de cambio que las materias primas o que las exportaciones de servicios tengan una elasticidad-precio mayor que las exportaciones de mercancías, tal y como argumentan Eichengreen y Gupta (2012).

³⁰ Nótese que, mientras que esta sustitución de los bienes y servicios nacionales podría, en principio, incrementar las presiones inflacionistas vinculadas con la depreciación, en la mayoría de los casos esto sucederá cuando el *shock* real negativo esté enfriando la demanda interna y reduciendo la actividad económica, lo que genera capacidades inutilizadas. En otras palabras, la sustitución de las importaciones durante la fase de contracción del ciclo solo compensaría de manera parcial la desaceleración de la actividad económica y el empuje de la demanda a la inflación, de haberlo, sería pequeño.

Los tipos de cambio y la balanza financiera

Entre los temas relacionados con el papel del tipo de cambio como herramienta contra-cíclica, puede que el más esquivo y poco investigado sea su efecto sobre la balanza de capitales. El argumento básico es intuitivo: una depreciación hace que los activos nacionales (tanto reales como financieros) parezcan más baratos y por lo tanto atrae a nuevos inversores internacionales o, como mínimo, reduce la huida hacia la calidad de los inversores ya presentes. Sin embargo, es difícil justificar el argumento desde un punto de vista empírico porque ninguno de los episodios previos de salidas de capitales del mundo emergente se parece al actual. Considérese, por ejemplo, la crisis mexicana de 1994 que siguió a una secuencia de alzas de los tipos de interés estadounidenses que impulsaron las salidas de capitales por medio del arbitraje (un mecanismo no tan distinto del que se espera ver conforme la QE y el ciclo de los tipos de interés toquen a su fin). Si bien el desencadenante pudo haber sido el cambio en la política monetaria estadounidense, se mezcló con dos aspectos cruciales de la deuda interna mexicana: su plazo muy breve y la decisión errónea de dolarizarla (esto es, reemplazarla con Tesobonos vinculados al dólar). Como consecuencia, en lugar de estabilizar los flujos de capitales, la devaluación desencadenó una crisis de deuda en un contexto de magnificación del riesgo crediticio por los desajustes entre las divisas y reducción del riesgo cambiario, lo que convirtió la flexibilidad del tipo de cambio en una herramienta inútil para estabilizar la balanza financiera exterior.

Lo mismo podría decirse de la típica crisis de las economías emergentes de finales de los años noventa y principios de los años 2000, alimentada por el riesgo crediticio vinculado con los desequilibrios de las divisas, si bien en Asia también se produjo un incremento de inversiones nuevas en el periodo que siguió a la crisis porque los capitales internacionales llegaron en busca de gangas —de ahí la historia de “*fire sales*” como explicación de la tendencia a aumentar de la FDI incluso en medio de crisis financieras (Blonigen, 1997, and Krugman, 2000—.³¹

Un problema con las historias de “*fire sales*” es que empíricamente suelen fundamentarse en devaluaciones unilaterales sustanciales generadas por una crisis cambiaria. En otras palabras, reflejan episodios de ajustes excesivos de los tipos de cambio (y ajustes demasiado pequeños en los costes salariales y de los servicios) más que una corrección gradual de los tipos de cambio que sería de esperar con los regímenes de tipo de cambio flexible actuales en el caso de que se produzca un choque negativo. ¿También aumentarían los flujos de FDI si se produjese una corrección gradual del tipo de cambio en tiempos menos revueltos? ¿Cambiarían de dirección los flujos de FDI y de inversión en cartera una vez que los precios de los activos nacionales bajasen hasta llegar a niveles menos atractivos que estimularsen los flujos de FDI “a la caza de gangas”? Y en el caso de que la corrección del tipo de cambio fuese rápida, ¿cuántos capitales saldrían del país para empezar?

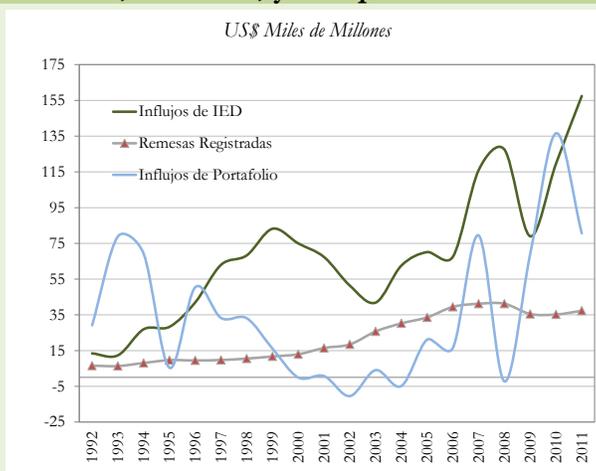
Un inconveniente evidente de todo análisis causal de la relación entre la FDI y el tipo de cambio real en tiempos normales es que los flujos de capitales y los tipos de cambio se determinan

³¹ Aguiar y Gopinath (2005) muestran que las fusiones y adquisiciones aumentaron *durante* las crisis de liquidez (y devaluaciones) en Asia oriental, sobre todo en el sector comercializable. A partir de esta premisa, Calderón y Didier (2009) especulan con el incremento de la FDI en el periodo que siguió a la crisis de 2008-2009. Lederman (2011), por su parte, presenta evidencia según la cual después de las grandes devaluaciones (del tipo de cambio efectivo real) de los años noventa y 2000 hubo un aumento general de las entradas de FDI (seguido de un alza de las exportaciones), lo que también concuerda con la ida de las “ventas de rebajas”.

TABLA 2.3. Elasticidad de las Exportaciones e Importaciones al Tipo de Cambio Real

VARIABLES	Exportaciones					Importaciones			
	(1) Bienes & Servicios	(2) Bienes & Servicios	(3) Bienes & Servicios	(4) Mercancías	(5) Mercancías excl. Bienes Primarios	(6) Bienes & Servicios	(7) Bienes de Consumo	(8) Resto	(9) Bienes & Servicios
Delta Log PBI						2.56*** (0.00)	2.92*** (0.00)	2.68*** (0.00)	2.55*** (0.00)
Delta Log PBI_Mundo	-0.15 (0.77)	-0.34 (0.59)	-0.00 (1.00)	2.80** (0.01)	30.69*** (0.00)				
Delta Log TCR_Argentina		-0.03 (0.30)	-0.00 (0.92)	-0.13*** (0.00)	-0.11*** (0.00)				0.60*** (0.00)
Delta Log TCR_Bolivia		-0.49*** (0.00)	-0.55*** (0.00)	-0.73*** (0.00)	-0.16 (0.38)				0.17* (0.06)
Delta Log TCR_Brasil		-0.16*** (0.00)	-0.09 (0.16)	-0.10 (0.25)	0.20 (0.36)				0.25*** (0.00)
Delta Log TCR_Chile		-0.24** (0.05)	-0.12 (0.25)	-0.05 (0.86)	0.31 (0.30)				-0.23** (0.02)
Delta Log TCR_Colombia		-0.28*** (0.00)	-0.24*** (0.00)	-0.50*** (0.00)	-0.65*** (0.00)				0.23*** (0.00)
Delta Log TCR_CostaRica		-0.18* (0.08)	-0.25* (0.06)	-0.14 (0.67)	0.43 (0.64)				0.38** (0.04)
Delta Log TCR_México		-0.09** (0.04)	0.03 (0.64)	-0.02 (0.76)	-0.13 (0.12)				0.06 (0.52)
Delta Log TCR_Perú		0.05 (0.70)	0.22 (0.36)	0.34 (0.43)	0.72 (0.34)				0.52*** (0.00)
Delta Log TCR_Uruguay		0.18*** (0.00)	0.20*** (0.00)	-0.16*** (0.00)	-0.13 (0.33)				-0.02 (0.81)
Delta Log TCR_Venezuela		-0.14*** (0.00)	-0.13*** (0.00)	-0.49*** (0.00)	-0.11*** (0.00)				0.23*** (0.00)
Delta Log TCR	-0.07** (0.04)					0.26*** (0.00)	0.59*** (0.00)	0.12 (0.23)	
Log TCR	-0.10*** (0.00)		-0.17* (0.09)	-0.23** (0.04)	-0.35* (0.06)				
Constante	0.56*** (0.00)	0.08*** (0.00)	0.23 (0.11)	0.06 (0.78)	0.87 (0.15)	0.03 (0.28)	0.09*** (0.00)	0.03 (0.29)	0.04* (0.08)
Observaciones	210	210	210	210	210	211	211	211	211
Número de países	10	10	10	10	10	10	10	10	10
R cuadrado Within	0.39	0.39	0.44	0.36	0.34	0.81	0.59	0.69	0.83
Raíz de error cuadrático medio	0.057	0.059	0.058	0.094	0.19	0.067	0.15	0.10	0.066

Notas: estimación de panel usando efectos fijos de país y tiempo. Los estadísticos t están (entre paréntesis) calculados usando errores estándar agrupados por país. Los asteriscos indican significancia estadística al 0.10*, 0.05*, y 0.01***. Delta Log PBI es el cambio en el logaritmo natural (Log) del PBI en dólares constantes. Delta Log PBI_Mundo es el cambio en el Log del PBI del mundo en dólares constantes. Delta Log TCR es el cambio en el Log del tipo de cambio real de equilibrio (Delta Log TCR_país, cambio por país). Un aumento en el tipo de cambio real de equilibrio implica apreciación. En las especificaciones (3) a (5), Log TCR corresponde a la mediana del coeficiente del Log de tipo de cambio real de equilibrio para cada país. Las exportaciones (bienes & servicios, mercancías, y mercancías excl. bienes primarios) y las importaciones (bienes y servicios, bienes de consumo, y resto) están en dólares constantes. Los datos de exportaciones de mercancías se obtienen de reportes de aduanas que contabilizan los bienes que entran o salen de una economía, o de reportes de las transacciones financieras relacionadas a comercio de mercancías que se contabilizan en la balanza de pagos. Los bienes primarios excluidos en (5) se definen de acuerdo a Lall (2000). En (9), el resto de las importaciones comprende bienes intermedios y de capital. Fuente: Cálculos de los autores usando datos de WDI y COMTRADE.

FIGURA 2.4. Cuenta Financiera, Remesas, y el Tipo de Cambio


Fuentes: IFS y WDI.

conjuntamente. Al igual que con los tipos de cambio y las intervenciones, un primer vistazo a la evidencia revela una correlación positiva entre la fortaleza de la moneda y los flujos de FDI. La misma correlación se observa para las remesas y resulta aún más evidente para los flujos de cartera brutos (debido a su mayor frecuencia). Así sucedió, por ejemplo, en 2009, cuando los flujos de FDI se redujeron cuando las monedas de LAC alcanzaron sus niveles más depreciados en años (**Figura 2.4**). Como consecuencia, no contamos con mucho más que la especulación y la evidencia anecdótica,³² además de con un tema merecedor de una agenda de investigación más entregada.

Comentarios finales

Como indicamos en nuestro informe anterior, LAC no ha logrado generar las mejoras en la productividad necesarias para lidiar de manera duradera con la apreciación de las monedas y el deterioro de los términos de intercambio. Pero ahora que muchos analistas dan por perdidos a los mercados emergentes tras los resultados desalentadores de unos pocos países grandes, es importante poner las cosas en su sitio, al menos para la región. No todo el progreso económico, financiero y social de LAC fue el reflejo de una bonanza efímera, puesto que también se debió a una mejora fundamental del sistema inmunitario macro-financiero de la región. Como consecuencia, LAC está sin duda expuesta a los efectos cíclicos de los cambios en los vientos globales, especialmente de los derivados de la normalización de la política monetaria de EE.UU. y la desaceleración del crecimiento de China, pero es mucho menos vulnerable a los efectos amplificativos que típicamente indujeron los colapsos financieros de los años noventa.

En concreto, el tipo de cambio en varias de las economías grandes de LAC ya no amplifica los choques, sino que los absorbe. Por consiguiente, la depreciación de las monedas de LAC que probablemente acompañará a los cambios en curso del entorno externo debería interpretarse positivamente, ya que ayudará (en lugar de perjudicar) a la región al posibilitar una respuesta contracíclica que debería mitigar la desaceleración económica. Además, en los países de LAC con metas de inflación, es probable que la desaceleración se parezca más a las recesiones cíclicas comunes y

³² Véase por ejemplo <http://www.bloomberg.com/news/2013-09-10/cannondale-bikes-show-real-drop-helps-industry-corporate-brazil.html>

corrientes que suelen producirse en las economías desarrolladas, que al tipo de crisis financieras que acosaron a la región en el pasado.

No obstante, el ajuste será mucho más doloroso en los países de América Central y el Caribe ya que, debido a su pequeño tamaño y sus duras restricciones fiscales, no son capaces de alcanzar la suficiente independencia de la política monetaria o beneficiarse de las ventajas vinculadas a la sustitución hacia producción local que trae consigo una moneda depreciada. También es de esperar que el ajuste resulte doloroso en algunos países de América del Sur que todavía no han desarrollado el marco institucional necesario para respaldar un régimen de tipos de cambio flexibles con objetivos de inflación.

En el Capítulo 1 documentamos las bases de esta nueva realidad: la desdolarización, el desapalancamiento y la profundización de mercados de crédito nacionales que no plantean preocupaciones sistémicas. Asimismo, argumentamos que los choques externos se transmitirán sobre todo a través de tres canales: los costes de financiamiento (no solo en dólares estadounidenses), los precios de las materias primas (si bien con diferencias, más los de los metales base que los de los cereales) y el tipo de cambio.

Pero en el frente del tipo de cambio la situación de la región es mucho mejor que en los años noventa: los tipos de cambio son mayoritariamente flexibles y las cotizaciones parecen elevadas, pero las políticas de suavización del tipo de cambio las han contenido y, en el contexto actual, han demostrado ser una incorporación útil al conjunto de herramientas macro. Más aún, como discutimos detalladamente en el Capítulo 3, pese los debates que han presentado las intervenciones sobre el tipo de cambio como costosas, inefectivas y a menudo mercantilistas, en general han tenido éxito y costos menores de los que se suelen asumir, además de resultar justificables ex-post. Ciertamente, los acontecimientos recientes demuestran que las intervenciones contra-cíclicas han sido una reacción prudente (y en la mayoría de los casos eficiente) ante la globalización.

¿Y ahora qué? ¿Deberían los gobiernos resistirse a las presiones de depreciación del tipo de cambio? ¿Puede el tipo de cambio mitigar la exposición de la economía real en el corto plazo?

Como argumentamos en el Capítulo 2, hay diferencias cruciales con el año 2009: el mundo ya no está en medio de un colapso y el choque es más suave, lo que podría facilitar la rapidez del ajuste. Además, hay dos diferencias estructurales fundamentales con respecto a los años del “miedo a la flotación” (o, más concretamente, a la depreciación): no hay efectos sobre los balances y la transmisión es pequeña gracias a la inflación baja.

De hecho, la crisis global de 2009 ya constituyó un buen ejemplo de ajuste no traumático del tipo de cambio en muchas economías de LAC desdolarizadas y desapalancadas. Sin embargo, no se trató de un experimento natural sobre el papel suavizador que le atribuimos al tipo de cambio en el futuro próximo. Por muchos motivos —como el papel de los inversores que entraron en pánico y huyeron hacia la calidad, restringiendo así el acceso de los países y las empresas al mercado de capitales sin prestar atención al valor relativo de los fundamentales o la naturaleza global del choque que impidió que la moneda depreciada mejorara las exportaciones—, el año 2009 estuvo lejos de reflejar un escenario mundelliano en el que las economías abiertas pueden exportar parcialmente el ajuste al resto del mundo.

Por todo ello, los próximos años podrían plantear el examen de reválida de América Latina (y la mayoría de las economías emergentes) en el frente macro-financiero, ya que el tipo de cambio está, por primera vez en muchas décadas, preparado para ejercer su papel mundelliano y sustituir el dolor intenso de un colapso financiero por el agotamiento más soportable de una recesión cíclica. Mientras los países de la región se concentran, en muchos casos con retraso, en los déficits estructurales de las infraestructuras o la educación, el tipo de cambio podría proporcionar la amortiguación necesaria en el corto plazo para poder planear el largo plazo. Dejemos que haga su papel.

**Segunda Parte: Foco de políticas económicas
Sobre temas de intervención en el mercado cambiario**

Capítulo 3: *Las políticas de suavización del tipo de cambio*

Hay pocos temas de política macroeconómica que se hayan debatido tan acaloradamente como las políticas de tipo de cambio de las economías emergentes. Desde la variedad de bandas de las décadas de 1970 y 1980 hasta la bipolarización (tipos de cambios flexibles o fijos) de los años noventa, a la que siguió el paradigma flexible con objetivos de inflación de principios de los años 2000 y las posteriores intervenciones “apoyadas contra el viento” de los últimos años, la política de tipo de cambio ha tendido a seguir las lecciones aprendidas de las crisis y a reaccionar a la coyuntura económica; por lo tanto, su naturaleza es cambiante.³³ En ningún lugar ha estado tan presente este debate como en América Latina, un laboratorio para todo tipo de soluciones creativas para el clásico dilema del tipo de cambio, esto es, cómo reconciliar la flexibilidad, por un lado, y, por el otro, la competitividad exterior y la estabilidad macroeconómica y financiera.

En principio, hay dos motivos que justifican las intervenciones sobre el tipo de cambio: la percepción de que se está alejando de un objetivo determinado y la percepción de que se está alejando de su equilibrio (o que se está moviendo demasiado rápido hacia un nuevo equilibrio potencial). La diferencia entre los dos casos debería resultar obvia. El primero implica que hay un cierto grado de rigidez explícita (o implícita) en el tipo de cambio que la intervención trata de preservar. En cambio, en el segundo caso, la intervención es “correctiva”: intenta suavizar las desviaciones del equilibrio o la volatilidad, que se consideran potencialmente dañinas (posiblemente en ambas direcciones, si bien no necesariamente de manera simétrica), en relación con una zona de “confort” del tipo de cambio que refleja el comportamiento de un conjunto de fundamentales cambiantes.

En otras palabras, mientras que en el primer caso el tipo de cambio constituye un objetivo predeterminado (se utiliza como un ancla nominal o como herramienta para mejorar la competitividad internacional y la protección de las importaciones), en el segundo caso el tipo de cambio es un precio relativo flexible que, en la medida en que tiende a desviarse a lo largo del ciclo y a desalinearse (así como a cambiar de manera repentina y a sobrerreaccionar), tiene que ser reprimido por las políticas activas. Dado que la mayoría de los países de América Latina (y casi todas las economías de nuestra muestra más genérica) tienen regímenes de tipo de cambio flexibles y pueden considerarse afines al segundo caso, en lo sucesivo nos concentramos en las intervenciones contra-cíclicas del segundo tipo.³⁴

Después de tantas subidas y bajadas del ciclo financiero global (sin que haya siempre correlación entre los altibajos de la liquidez global y el apetito por el riesgo), el papel de la política de tipo de cambio como herramienta contra-cíclica estándar se ha hecho cada vez más patente. Si bien la flexibilidad del tipo de cambio contribuye a mitigar los choques reales (en los términos de

³³ Véase Sarno y Taylor (2001) para un resumen temprano de la literatura que se centra en los países avanzados y Levy Yeyati y Sturzenegger (2010) para uno reciente que se centra en las economías en desarrollo.

³⁴ Tal como se menciona en el Capítulo 1, si bien es cierto el número de países de LAC con tipos de cambio flexibles representa tan solo 25 por ciento de los países de la región, estos suman aproximadamente el 70-80 por ciento de la población y del PBI de LAC.

intercambio) en el marco de Mundell-Flemming de manual, todavía cabe preguntarse, al menos desde la perspectiva del diseño de las políticas, si la flexibilidad total debería permitirse *vis-à-vis* la mayor incidencia de choques financieros transitorios en un mundo emergente financieramente integrado: apreciaciones cuando los activos riesgosos ganan posiciones durante la fase de mayor apetito por el riesgo del ciclo financiero global, y depreciaciones cuando llegan las bruscas liquidaciones en la fase de menor apetito por el riesgo. La naturaleza de “apoyarse contra el viento” de la mayoría de las políticas de tipo de cambio en el mundo emergente (y en muchas economías avanzadas) denota una postura de política según la cual la flexibilidad del segundo tipo puede hacer más mal que bien. En efecto, existe cierta evidencia empírica que muestra que la volatilidad “excesiva” del tipo de cambio puede llevar a distorsiones en las decisiones de inversión de los agentes y puede afectar el crecimiento de largo plazo de los países, especialmente en aquellos con sistemas financieros poco profundos (véase respectivamente Servén (2003) y Aghion et al. (2009)).

La corriente principal del debate generalmente ha minimizado la naturaleza suavizadora de la intervención, atribuyéndola a motivos de precaución o prudencia relativos a la acumulación/desacumulación de reservas o agrupando las ventas directas y las compras de divisas junto a otras medidas como los impuestos o las restricciones sobre la movilidad de capitales o los diferentes encajes.³⁵ Sin embargo, hay mucha evidencia (tanto anecdótica como científicamente robusta) según la cual la intervención está fundamentalmente dirigida a limitar lo que los responsables de las políticas consideran desviaciones injustificadas (y posiblemente perjudiciales) de los niveles de equilibrio: la intervención está negativamente correlacionada con la presión del tipo de cambio y a menudo se complementa con restricciones de capitales e impuestos que harían más costosa una acumulación preventiva de reservas.^{36 37}

Todo esto contrasta con el debate académico, más prolongado, que se ha centrado en las estrategias de intervención para posponer o limitar una devaluación o, en el extremo opuesto, para preservar los tipos de cambios reales depreciados para impulsar el crecimiento y evitar los efectos del “mal holandés”.³⁸

Sin embargo, se puede argumentar (y así lo hacemos en este informe) que la mayoría de las intervenciones sobre el tipo de cambio (sí no todas) pueden considerarse una política macroeconómica contra-cíclica orientada a suavizar los movimientos de las divisas en el corto plazo y limitar su volatilidad. Los miedos a las desviaciones en cualquier dirección podrían reconciliarse con un miedo más genérico a la inestabilidad del tipo de cambio debida a factores transitorios o

³⁵ Para un análisis detallado de los motivos de precaución y prudencia véanse Aizenmann y Lee (2007) o Obstfeld *et al.* (2010). Las explicaciones de los impuestos y la movilidad del capital para las compras y ventas de divisas se analizan en un reciente *IMF External Sector Report* (véase <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/062013.pdf>, pág. 17-20).

³⁶ Véanse Levy Yeyati (2010) y Adler and Tovar (2011).

³⁷ La acumulación de reservas internacionales observada en las EMs en la década del 2000 es consistente con motivos prudenciales. Sin embargo, tal como se menciona en el texto, la correlación fuerte entre los movimientos de las reservas y desvíos del tipo de cambio con respecto a su equilibrio sugieren que el énfasis de las intervenciones se está inclinando hacia la suavización del tipo de cambio.

³⁸ Haussman *et al.* (2000) y Calvo y Reinhart (2002) analizan el aplazamiento de la depreciación. Rodrick (2007), Haussman *et al.* (2005), Johnson, Ostry y Subramanian (2006) y Levy Yeyati *et al.* (2012) analizan el mantenimiento de una moneda depreciada por motivos relativos al crecimiento. Rajan y Subramanian (2006) y, para el caso de LAC, Cárdenas y Levy Yeyati (2011), abordan las preocupaciones y la evidencia relacionadas con el “mal holandés”.

cíclicos (en cualquier caso, reversibles), un miedo que, a su vez, está relacionado con el impacto potencial de las desalineaciones del tipo de cambio sobre el crecimiento económico y la estabilidad financiera (Levy Yeyati y Struzenegger (2010)).

En este informe nos centramos en América Latina y analizamos tres aspectos esenciales de esta política que consideramos cruciales para evaluar la conveniencia, la combinación y la intensidad de una política de tipo de cambio activa: su objetivo cambiante, el menú de vehículos alternativos y su coste-efectividad. Con este objetivo, primero repasamos la naturaleza y el origen de las presiones sobre el tipo de cambio. Proponemos una medida para identificar el nivel de equilibrio (o quizás sea más realista hablar de una “zona de equilibrio”, habida cuenta de la gran variedad de definiciones y estrategias) como una función de las variables fundamentales habituales y analizamos las desviaciones de este nivel que surgen de dos fuentes, los movimientos cíclicos de estos fundamentales y la influencia de variables no fundamentales (como los diferenciales en las tasas de interés o las decisiones de las políticas internas), con el objetivo de caracterizar los determinantes principales de la presión sobre el mercado cambiario (por ejemplo, si tiene su origen en la balanza de cuenta corriente, en los flujos de FDI o de inversión en cartera o si es el resultado de desalineaciones internas) y las consecuencias que estas presiones tienen, si no se abordan, sobre el desempeño macroeconómico y el desarrollo económico. A continuación, presentamos una taxonomía de los vehículos alternativos para la intervención (tanto directa en el mercado cambiario como indirecta mediante impuestos y barreras que afectan al origen de la presión sobre el mercado) y analizamos su eficacia relativa y su coste fiscal.

Los tipos de cambio reales: ¿dónde está el equilibrio?

Para saber si el tipo de cambio se ha alejado demasiado del equilibrio (esto es, para identificar una desviación) necesitamos definir un nivel de equilibrio (o “normal”). Por supuesto, esta tarea no es trivial, habida cuenta de que algunos determinantes naturales del tipo de cambio real efectivo (REER, por sus siglas en inglés, *real effective exchange rate*), incluidos muchas de las variables fundamentales, suelen tener patrones cíclicos volátiles, lo que convierte una simple estimación de la zona de equilibrio en un objetivo cambiante.

Un artículo reciente del FMI (2013) ilustra tanto la complejidad como los inconvenientes de cualquier ejercicio que aspire a identificar un REER de equilibrio. El artículo enumera tres tipos de argumentos que explican el REER:

- Las variables fundamentales tradicionales: la productividad, el crecimiento poblacional, los términos de intercambio de las materias primas, la apertura comercial, el peso de los precios regulados en el IPC;
- Los factores (financieros y cíclicos) de corto plazo: VIX, diferenciales en las tasas de interés (que el FMI incluye en el grupo de las “políticas”), sesgos financieros nacionales, crecimiento esperado del PBI;

- Variables de política: controles de capitales, intervención en el tipo de cambio, peso del gasto sanitario en el PBI, peso del crédito privado en el PBI (una medida aproximada de las políticas macro prudenciales).³⁹

La estimación de un panel del REER como función de este conjunto de variables plantea la cuestión sobre el nivel de las variables de política que debería considerarse para evaluar el nivel de equilibrio del REER. El FMI aborda esta pregunta mediante el establecimiento de un marco de referencia de las políticas para cada una de estas variables dependiendo de lo que “las delegaciones de los países consideren deseable para el futuro”, lo que incorpora subjetividad e implica un juicio normativo. Análogamente, cabe preguntarse hasta qué punto las variables cíclicas y financieras de corto plazo deberían verse reflejadas en la estimación de equilibrio del REER, en lugar de considerarse factores explicativos de las desviaciones de su nivel basado en los fundamentos.

Nótese, no obstante, que una estrategia más convencional —como por ejemplo la del FMI (2006) o a la de Bello *et al.* (2010)— que restringe la atención a los fundamentos tradicionales y deja de lado los no fundamentales y los aspectos de política, se enfrenta a un problema que es el reverso del anterior: si las políticas (o, en menor medida, las variables financieras) alejan el REER *de manera persistente* del equilibrio, ignorar estas variables en la estimación podría sesgar los resultados. Por ejemplo, podría haber tipos de cambio de equilibrio subvalorados con respecto a su valor real si se han visto influenciados de manera sistemática por las compras de divisas del banco central no consideradas por el modelo.⁴⁰

En todo caso, dado que no parece existir una manera no controvertida de abordar el problema, en este informe optamos por aquella que requiere el mínimo número de hipótesis normativas en lo relativo a las políticas. Así pues, estimamos el REER de largo plazo como una función de los fundamentales habituales (productividad, términos de intercambio, activos exteriores netos, apertura comercial y consumo público como porcentaje del PBI) mediante un modelo de MCO dinámico utilizando datos trimestrales (interpolados cuando sólo hay datos anuales disponibles).⁴¹ Los resultados de esta primera etapa, la estimación del tipo de cambio real de equilibrio, los presentamos en la **Tabla 3.1**. En la segunda etapa estimamos un modelo de corrección de errores que intenta capturar la velocidad de ajuste del tipo de cambio hacia su equilibrio de largo plazo e incluye los movimientos de corto plazo de los fundamentos más dos determinantes financieros: el diferencial en las tasas de interés y el apetito por el riesgo, medido de manera aproximada mediante el VIX. Los

³⁹ El saldo neto de los activos exteriores (un fundamental), la brecha productiva (factor cíclico) y el saldo fiscal (variable de las políticas) no dan resultados significativos.

⁴⁰ Sin embargo, el sesgo debería ser más pequeño si las variables omitidas no están correlacionadas con el resto de los fundamentales (o tienden a neutralizarse mutuamente con el tiempo).

⁴¹ El tipo de cambio efectivo real (REER, por sus siglas en inglés, *real effective exchange rate*) procede de BIS y Datastream; el peso de los activos exteriores netos (NFA, por sus siglas en inglés, *net foreign assets*) en el PBI viene de la actualización de la base de datos sobre la riqueza de las naciones de Lane y Milesi Ferretti (2007); los términos de intercambio de las materias primas (CTOT, por sus siglas en inglés, *commodity terms of trade*) provienen de la base de datos de “The history of booms and busts”; la productividad (PROD), aproximada por el ratio del PBI per cápita con respecto al estadounidense en paridad del poder adquisitivo, viene de las Penn World Tables; y el ratio del consumo público sobre el PBI (GC, por sus siglas en inglés, *government consumption*) y la apertura (OPEN), calculada como la suma de las exportaciones y las importaciones como porcentaje del PBI, vienen del IFS del FMI. GC, PROD y OPEN se han calculado con respecto a los socios comerciales de cada país.

resultados de esta segunda etapa los presentamos en la **Tabla 3.4**. En ambos casos utilizamos una muestra equilibrada de economías emergentes y avanzadas.⁴²

Los resultados de la relación de largo plazo del tipo de cambio real efectivo, presentados en la **Tabla 3.1**, son en su mayoría significativos y coinciden con nuestras expectativas. El nivel de equilibrio del tipo de cambio real efectivo aumenta (se aprecia) con la productividad, los términos de intercambio, los activos financieros netos (NFA, por sus siglas en inglés, *net financial assets*) y el consumo público; y se reduce (se deprecia) con la apertura comercial.

Seguidamente, utilizamos los coeficientes del modelo estimado en la tabla para construir dos “versiones” del REER de equilibrio: uno vinculado a los valores de los fundamentales en cada momento del tiempo (los valores ajustados de la regresión), al que nos referimos como “REER basado en los fundamentos efectivos”, y otro basado en los valores de medio plazo de las mismas variables, cuya tendencias estimamos mediante el filtro HP y al que denominamos “REER basado en las tendencias de los fundamentos”.

TABLA 3.1. REER de Equilibrio como Función de los Fundamentos

Variables	(1) LAC	(2) ASIA	(3) EMEA	(4) Emergentes	(5) Avanzados	(6) Todos
NFA	0.514** (4.39)	-0.109 (-0.71)	-0.834*** (-4.91)	-0.166 (-1.66)	-0.0882* (-1.95)	-0.119** (-2.59)
Log Apertura	-0.791** (-2.86)	-0.439*** (-4.95)	-0.671*** (-6.19)	-0.526*** (-6.65)	-0.679*** (-10.14)	-0.539*** (-6.69)
Log TI Bienes Primarios	2.507* (2.20)	-0.392 (-0.48)	0.295 (0.93)	-0.209 (-0.50)	-0.0196 (-0.07)	0.156 (0.52)
Log (G/PBI)	0.885*** (10.25)	0.465** (3.41)	0.448** (3.70)	0.387*** (3.22)	-0.0418 (-0.27)	0.194 (1.49)
Log Productividad	0.758* (2.59)	0.776*** (8.28)	0.153 (0.86)	0.739*** (6.12)	0.344 (1.11)	0.719*** (6.92)
N	325	390	455	1170	715	1885
Countries	5	6	7	18	11	29
R-sq Within	0.6915	0.7321	0.7536	0.6226	0.6445	0.5889

Notas: LAC incluye Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú; Asia incluye India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, y Tailandia; EMEA incluye República Checa, Hungría, Polonia, Rumania, Rusia, Suráfrica y Turquía; Avanzados incluye Australia, Canadá, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Singapur, Suecia, Suiza, y el Reino Unido. Emergentes incluye a los países de LAC y EMEA. Estimación basada en una especificación OLS dinámica. Los estadísticos t están (entre paréntesis) calculados usando errores estándar agrupados por país. Los asteriscos indican significancia estadística al 0.10, 0.05*, y 0.01***Fuente: Daude et al. (2013).*

⁴² Preferimos estimar el modelo utilizando los valores efectivos de las variables (en lugar de sus tendencias, como en Bello et al., 2010) para medir las elasticidades del REER de manera más precisa.

Las **Figuras 3.1.A y 3.1.B** muestran ambas medidas junto con el REER efectivo (observado) y su serie estimada con el filtro HP para las cinco economías de LAC incluidas en la estimación, así como los promedios para cada uno de los grupos considerados en la tabla.

Cabe destacar unos cuantos aspectos de nuestras estimaciones de los tipos de cambio reales de equilibrio. En primer lugar, los tipos de cambio de las EM son más volátiles que los de las economías avanzadas (sobre todo, en LAC). En segundo lugar, *pese a la presencia de intervenciones intensas*, el ciclo de auge y caída en torno al colapso financiero de 2008 estuvo vinculado con desviaciones importantes de los valores de equilibrio predichos y basados en fundamento efectivos o en sus tendencias, un resultado que a priori justifica las políticas de “apoyarse contra el viento” que han aplicado muchos países de la región. En tercer lugar, los valores fundamentales del REER podrían diferir sustancialmente según hayan sido estimados con fundamentos *efectivos* o sus *tendencias* (esto es, a mediano plazo), lo que podría motivar intervenciones para compensar, por ejemplo, flujos de capitales o una bonanza de las materias primas que se considere transitoria.

La diferencia entre el REER de equilibrio basado en los fundamentos efectivos y los valores observados del REER se pueden deber a factores exógenos como el ciclo financiero global (tasas de interés, apetito por el riesgo, el dólar), a los factores destacados en FMI (2013) (tales como controles de capitales, intervenciones FX, y otros) y al mero ruido generado por la sobre-reacción del mercado cambiario ante algunas de estas variables.

Finalmente, en lo referente a la importancia de los motivos de precaución, parece que la acumulación de reservas ha estado en buena medida encaminada a contrarrestar las desalineaciones del tipo de cambio, tal y como muestra la gran correlación existente entre los cambios en las reservas y las desviaciones del REER de equilibrio (**Figura 3.2**).

En pocas palabras, es posible comparar los valores efectivos del REER con aquellos determinados por los fundamentos efectivos y de mediano plazo. La diferencia entre ambos conjuntos de valores radica en que los fundamentos cambian con el tiempo, lo que, en el caso concreto de los exportadores de materias primas de LAC incluidos en la muestra, plantea la siguiente pregunta: ¿debería la política de tipo de cambio reaccionar a las apreciaciones debidas a los aumentos de los precios de las materias primas que son cíclicos y reversibles? Dicho de otro modo, ¿deberían las políticas guiarse por el equilibrio coherente con los precios de hoy (si, por ejemplo, creemos que estos siguen un paseo aleatorio y se mueven independientemente de la historia pasada) o deberían basarse en la presunción de que la desviación (y, como resultado, el tipo de cambio de equilibrio predicho) debería regresar a la tendencia en el futuro?

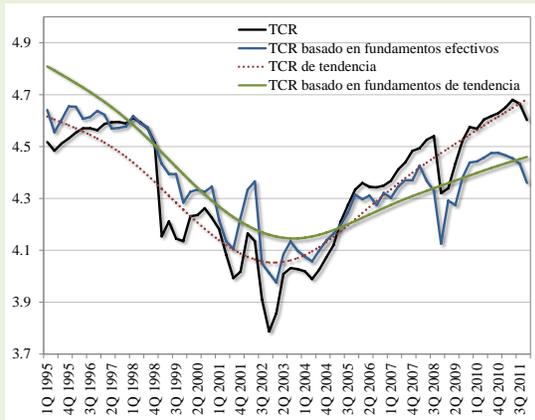
Una taxonomía de las intervenciones sobre el tipo de cambio

Pese al menú cada vez más variado de medidas alternativas, desde el punto de vista del debate analítico puede ser útil dividir las políticas contra-cíclicas de suavización del tipo de cambio como consecuencia de las entradas de capitales en dos grandes grupos: uno vinculado con la “negociación” de los flujos de capitales y el otro con el “gravamen” de los flujos de capitales.

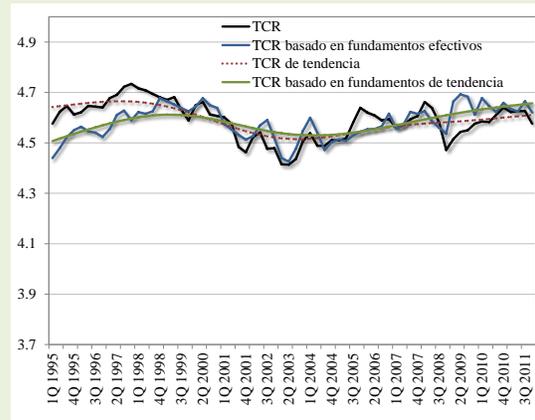
El primer grupo abarca las intervenciones tradicionales en el mercado cambiario que consisten en comprar divisas cuando hay flujos de entrada y venderlas cuando hay flujos de salida o, más

FIGURA 3.1.A. Tipos de Cambio de Equilibrio en LAC

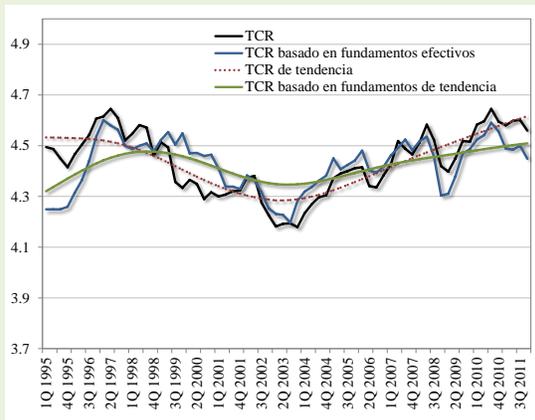
PANEL A. Brasil



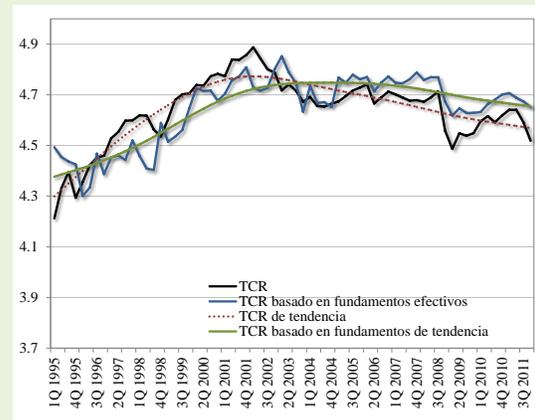
PANEL B. Chile



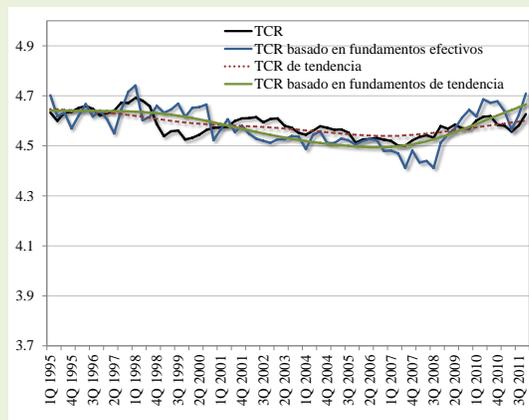
PANEL C. Colombia



PANEL D. México



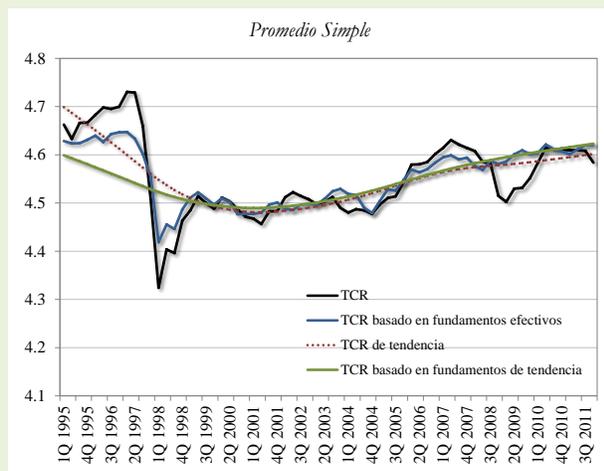
PANEL E. Perú



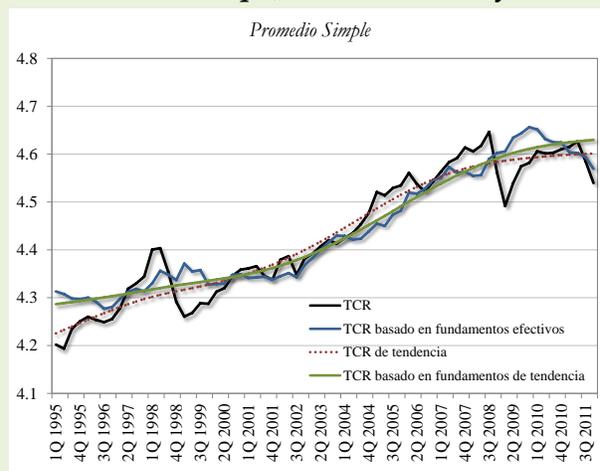
Notes: En los Paneles A-E un aumento representa una apreciación del tipo de cambio real efectivo, y una disminución está asociada con una depreciación. TCR representa el logaritmo natural (Log) del tipo de cambio real efectivo, TCR de tendencia es el Log de la serie de TCR filtrada mediante el filtro de HP, TCR basado en fundamentos efectivos es los valores predichos de la regresión en la columna (1) de la Tabla 3.1, y TCR basado en fundamentos de tendencia es los valores predichos del TCR usando los coeficientes en la columna (1) de la Tabla 3.1 y los valores tendenciales de los fundamentos calculados con el filtro HP. Estimación basada en una especificación MCO dinámica. Fuentes: cálculos propios basados en Daude et al. (2013).

FIGURA 3.1.B. Tipos de Cambio de Equilibrio en Regiones Selectas

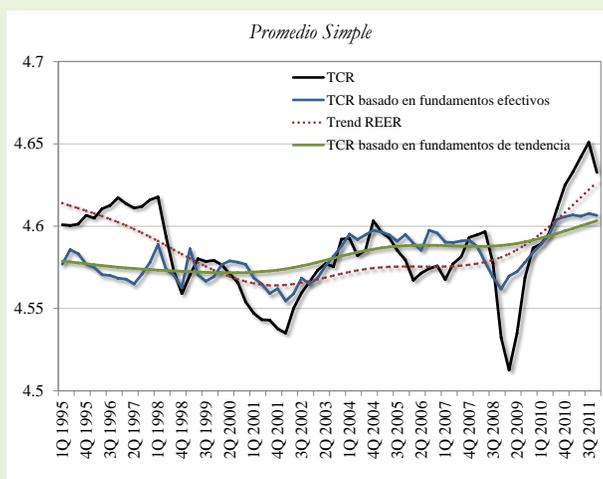
PANEL A. Asia



PANEL B. Europa, Medio Oriente y África



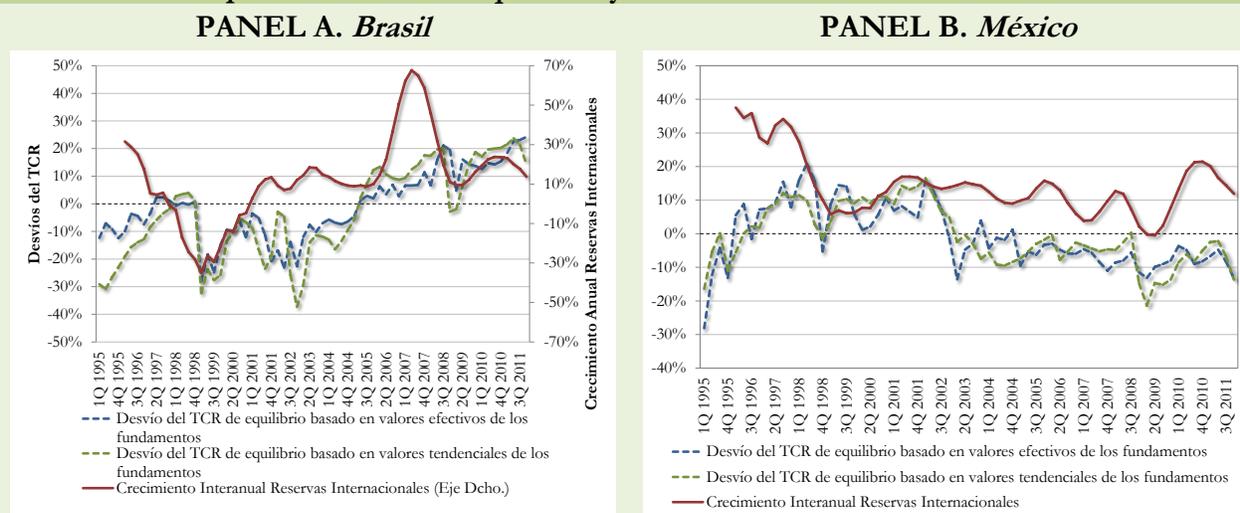
PANEL C Economías Avanzadas



Nota: Asia incluye India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, y Tailandia; Europa, Medio Oriente y África incluye República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Suráfrica y Turquía; Economías Avanzadas incluye Australia, Canadá, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Singapur, Suecia, Suiza y el Reino Unido. En los Paneles A-C un aumento representa una apreciación del tipo de cambio real efectivo, y una disminución está asociada con una depreciación. TCR representa el logaritmo natural (Log) del tipo de cambio real efectivo, TCR de tendencia es el Log de la serie de TCR filtrada mediante el filtro de HP, TCR basado en fundamentos efectivos es los valores predichos de la Tabla 3.1 para cada región, y TCR basado en fundamentos de tendencia es los valores predichos del TCR usando los coeficientes de la Tabla 3.1 para cada región y los valores tendenciales de los fundamentos calculados con el filtro HP. Estimación basada en una especificación MCO dinámica. Fuentes: cálculos propios basados en Daude et al. (2013).

concretamente, en ponerse al otro lado de los inversores privados en las transacciones de divisas. Por lo tanto, si una inversión (directa o en cartera) privada implica intercambiar moneda extranjera por activos (financieros o reales) nominados en moneda nacional, el gobierno la compensa mediante la compra de dólares a cambio de activos en moneda local. Dicho de otro modo, siempre que el sector privado altera en un sentido la composición de las divisas de sus tenencias, el gobierno lo hace en el sentido contrario. En general, este tipo de intervención modifica el balance de activos externos del sector público consolidado, incluidos tanto el banco central como el Tesoro y las entidades públicas cuasi-soberanas.

FIGURA 3.2. Tipo de Cambio de Equilibrio y Reservas Internacionales



Notas: Desvíos del TCR de equilibrio basado en valores efectivos de los fundamentos corresponde a la diferencia entre el Log del TCR y los valores predichos de la regresión en la columna (1) de la Tabla 3.1; Desvíos del TCR de equilibrio basado en valores tendenciales de los fundamentos corresponde a la diferencia entre el Log del TCR y los valores predichos usando los coeficientes en la columna (1) de la Tabla 3.1, y los valores tendenciales - calculados mediante el filtro HP- de los regresores. Las reservas internacionales están desestacionalizadas usando un promedio móvil con pesos uniformes. Fuente: cálculos propios de Daude et al. (2013), y IFS.

El segundo grupo de políticas consiste en elevar los costes (esto es, añadir *arena en las ruedas*) de las transacciones entre países e incluye impuestos a la Tobin, diferentes coeficientes legales de reservas o restricciones cuantitativas sobre la movilidad del capital dentro y fuera de las economías nacionales.

En el primer caso, el sector público se coloca del lado de las compras (ventas) en el mercado cambiario para igualar las ventas (compras) de divisas de los inversores privados y estabilizar el precio de vaciado, normalmente (si bien no necesariamente) con un coste fiscal (esto es, el coste de esterilización si lo hay). En el segundo caso, el sector público desincentiva los flujos entre mercados mediante el incremento de los costes de transacción a expensas de los beneficios, de modo que ahuyenta los flujos de entrada (en lugar de absorberlos como en el primer caso) o ralentiza los flujos de salida.

Como se ha dicho, dentro de cada grupo existen varias posibilidades. Por ejemplo, la **intervención tradicional** por parte del Banco Central a menudo consiste en realizar compras esterilizadas de dólares en el mercado *spot* (mediante las cuales el Banco Central “emite” papel moneda nacional a cambio de dólares, lo que modifica la oferta y la demanda del mercado cambiario y satisface la demanda de activos en moneda nacional sin alterar la oferta de dinero)⁴³ o en intervenir en el mercado de futuros (lo que carece de efectos monetarios inmediatos y por lo tanto no requiere operaciones de esterilización en el mercado abierto).

Sin embargo, el Banco Central no tiene por qué hacer este esfuerzo en solitario: el Tesoro podría lograr un efecto similar mediante la gestión del crédito público, esto es, a través de operaciones de

⁴³ Dado que, en la práctica, el Banco Central rara vez emite su propio papel moneda, puesto que tiende a esterilizar las compras de dólares mediante la reducción de su *stock* de valores del Tesoro, esto podría imponer un límite sobre la cantidad de dólares que se pueden adquirir de este modo.

balance que cambian la composición en divisas de la deuda pública consolidada. Algunos ejemplos de estas operaciones son la inversión de superávits exteriores (como con el caso del Fondo de Estabilización del Cobre en Chile) o superávits fiscales (como con los fondos de riqueza soberanos) en activos exteriores mediante la emisión de deuda en moneda nacional para cancelar deuda en moneda extranjera (lo que cambia la combinación nacional-externa de las fuentes de financiamiento), la emisión de deuda en moneda nacional para invertir en un fondo de riqueza soberano en el extranjero o la cobertura de obligaciones exteriores futuras en el mercado de *swaps*. Por supuesto, el mismo argumento es aplicable a las entidades cuasi-soberanas. Además, hay otro tipo de intervención que consiste en modificar la composición de la cartera de los inversores institucionales, por ejemplo, mediante la relajación y el endurecimiento de las restricciones sobre el saldo neto de los activos frente al exterior (si bien los fondos de pensiones de LAC suelen cubrir buena parte de la exposición al riesgo asociado al tipo de cambio en los mercados de derivados nacionales) o a través de la modificación del marco de referencia usado para medir el desempeño de los fondos de pensiones con el fin de incluir activos en moneda extranjera (lo que debería empujar la cartera típica de un fondo de pensiones hacia una mayor exposición al dólar).

En el otro extremo, las **medidas que añaden arena a las ruedas** incluyen los controles de capitales: el ya mencionado impuesto chileno a la Tobin o el equivalente requisito de reservas (sin remuneración) sobre ciertas entradas de capital extranjero,⁴⁴ así como los límites al estilo asiático sobre los flujos entre fronteras y las propiedades extranjeras. Además, también podemos incluir dentro de esta categoría las medidas prudenciales micro, entre las que destacan los límites a las posiciones de divisas de los bancos, las restricciones a los préstamos en dólares a aquellos cuyos ingresos no están nominados en dólares, los requisitos burocráticos (como el de declarar las transacciones de divisas) y la eliminación de las restricciones sobre las salidas de capitales (como cuando se relajan los límites en términos de activos extranjeros para las instituciones inversoras nacionales).

Otras medidas que, quizás de manera más controvertida, también agrupamos bajo el “paraguas de los impuestos” son: el uso de los requisitos de reservas tradicionales para aumentar la brecha entre el tipo de interés de los prestamistas, que determina los beneficios del *carry trade*, y el tipo de interés de los prestatarios, que determina la transmisión de la política monetaria, tal y como sucedió recientemente en Turquía (o en Perú antes de la crisis de septiembre de 2008). Pese a que, en principio, la combinación de las tasas de interés más bajas y los requisitos de reservas más altos podría considerarse como “más de lo mismo” para la política monetaria, desde la perspectiva del mercado cambiario, la reducción de los beneficios del *carry trade* es la otra cara de la moneda de un impuesto, en este caso sobre los intermediarios financieros (los bancos), que reduce los rendimientos especulativos del *carry trade* de manera similar a como lo haría un impuesto a la Tobin. La **Tabla 3.2** resume esta taxonomía, describe a las partes y los costes implicados y proporciona algunos ejemplos seleccionados del mundo emergente.

Costos y beneficios

Desde el Informe Jurgensen (Jurgensen 1983), la creencia popular sostiene que una intervención

⁴⁴ Naturalmente, este es un caso particular del uso diferencial de los requisitos de reservas al que tanto se recurrió en el pasado en LAC para desincentivar la intermediación en dólares.

TABLA 3.2. Taxonomía de las Intervenciones

Taxonomía	Qué?	Cómo?	Cuán costoso?	Quién?
Intervención Directa (comprando entradas)	Compras y ventas sin esterilizar por parte del Banco Central	Subastas o compras discrecionales	Inflación	LAC7: Argentina. Asia: Con poca frecuencia. Otras partes: Turquía, Rusia, Rumania.
	Compras y ventas esterilizadas por parte del Banco Central	Subastas o compras discrecionales; esterilizar mediante ventas o repos de títulos; venta de títulos en moneda local colocados en moneda extranjera	Costos cuasi fiscales: diferencial de tasa de interés más cambios de valuación	LAC7: Brasil, Colombia, Argentina, Chile, Perú, Uruguay. Asia: Singapur, Corea del Sur, Taiwán, China, Filipinas y Tailandia Otras partes: SA, Israel, Egipto, Polonia, Hungría.
	Compras y ventas del Gobierno y cuasi-soberanas (fondos de estabilización y fondos soberanos de riqueza; perfil de deuda por moneda)	A través de bancos del estado o del sector privado	Costos fiscales (bajo arbitraje de mercado, comparable con costos cuasi fiscales)	LAC: Chile, Brasil. (Argentina y Perú en el pasado reciente). Asia: Ninguno. Otras partes: Polonia, Israel (deuda equivalente en dólares).
Arena en la Llanta (tributar las entradas)	Impuesto Tobin en transacciones con el exterior; impuesto de retención en ingresos o ganancias de capital de no-residentes	Ley o Decreto	Menos liquidez de mercado	LAC: Brasil 6% IOF (actualmente en 0%), Chile 4% impuesto de retención (WHT), Colombia 33% impuesto máximo de retención, Perú (5% WHT en hasta 60d NDFs) Asia: Filipinas (20% impuesto de retención), Tailandia (15% impuesto de retención), Corea del Sur (14% impuesto de retención), India (20% máximo impuesto de retención). Otras partes: Egipto (20% impuesto de retención)
	Requerimientos de reserva no remunerados en entradas de flujos extranjeros	Ley o Decreto	Más costos de tomar prestado en moneda extranjera	LAC: Argentina (30% a flujos de entradas extranjeros, aunque con múltiples excepciones), Brasil (60% RR a posiciones spot cortas en dólares de los bancos), Perú (60% RR en deuda de corto plazo de los bancos). Asia: Indonesia (incremento de RR en IDR y depósitos en moneda extranjera), China incrementó 6 veces RRR en 300bp desde Dec 2009 Otras partes: Israel (10% en transacciones de derivados en moneda extranjera con no-residentes).
	Límites en el acceso de extranjeros a mercados locales	Regulación del Mercado Financiero	Menos liquidez de mercado	LAC: Argentina, Colombia, Brasil, Perú. Asia: Taiwán (restringiendo FINI de comprar bonos), India (total FII límites de nivel), Indonesia (SBI período mínimo de holdings) y Sri Lanka (límite proporcional de offshore holding). Otras partes: Ninguno.
	Requerimientos de reserva como sustitutos de alzas en tasas de interés	Decisiones de Política Monetaria	Márgenes de tasa de interés en moneda local más amplios	LatAm: Perú. EM Asia: Raramente. En muchos casos, la gradualidad de tasas refleja temor a apreciar. EMEA: Turquía.

esterilizada es costosa y afecta al tipo de cambio en el corto plazo mucho más que en el largo plazo.⁴⁵ Sin embargo, el debate sobre su **efectividad** (¿cuánto afecta la intervención a los movimientos del tipo de cambio?) y su **eficiencia** (¿a qué precio?) sigue abierto, posiblemente porque ambos factores dependen de las características de cada país (profundidad del mercado, coherencia global de la intervención con las políticas monetaria y fiscal) y del **origen** de las presiones cambiarias (desde los altibajos cíclicos de la liquidez global y las tasas de interés internacionales hasta los auges de las materias primas).

Según la creencia popular, las intervenciones esterilizadas son caras. El escenario típico en el que se suele pensar ante esta afirmación es el de una intervención contra una depreciación: un país emite deuda nacional cara a cambio de activos nominados en dólares sin riesgo a corto plazo, carga con el diferencial negativo en las tasas de interés y, en última instancia, si la apreciación finalmente sucede, tiene que absorber una pérdida de valor importante de su *stock* de reservas. Sin embargo, a raíz de los razonamientos contrarios a la intervención de Milton Friedman (1953), podría argumentarse que un intento exitoso de estabilizar el tipo de cambio debería generar beneficios (en lugar de pérdidas) a expensas de los especuladores.⁴⁶

En general, la intervención puede verse como el lado negativo (o, más concretamente, el otro lado) de un *carry trade*. En el *carry trade*, el inversor que anticipa la apreciación de la moneda nacional invierte a largo plazo en un activo local (generalmente de elevado rendimiento) financiándose mediante una inversión (generalmente de bajo rendimiento) a corto plazo en moneda extranjera y recibe el diferencial de las tasas de interés (el *carry*) y el cambio en el valor de la moneda (una apreciación de la moneda nacional supone un beneficio adicional del intercambio).⁴⁷ En cualquier caso, una intervención esterilizada por parte del banco central contra una apreciación es similar al intercambio contrario (invertir a largo plazo en moneda extranjera financiándose con moneda local); por lo tanto, el *carry trade* pagado por el banco central debería ser proporcional al recibido por los inversores una vez descontados los costes de transacción (incluidos, como veremos más adelante, las tasas Tobin sobre los flujos de capitales).⁴⁸

⁴⁵ En concreto, el informe sugirió que la influencia de las intervenciones sobre el tipo de cambio a través del mecanismo de reajuste de las carteras era relativamente pequeña (Jurgensen, 1983). En nuestro informe nos centramos en las intervenciones esterilizadas a no ser que lo advirtamos explícitamente, puesto que se han convertido en la norma en las dos últimas décadas. La creencia popular acepta que las intervenciones esterilizadas (e idealmente coordinadas multilateralmente) tienden a ser más efectivas en el largo plazo; sin embargo, dado que subordinan la política monetaria a la cambiaria, son cada vez más infrecuentes e impopulares.

⁴⁶ La argumentación de Friedman se basó en la suposición de que las intervenciones suelen fracasar. Cabe destacar que esta es también la base de la asociación entre la efectividad de las intervenciones y los beneficios, aspecto que se retoma más adelante.

⁴⁷ Si bien es de esperar que se produzca una depreciación que compense el *carry* bajo una paridad no cubierta del tipo de interés, es frecuente que se aprecien las monedas que proporcionan rentabilidades elevadas, al menos en el corto plazo, debido a la incertidumbre con respecto a los fundamentales, la reacción de otros agentes o la del gobierno (esto es, la vinculada a las intervenciones de las políticas).

⁴⁸ En literatura inicial sobre los costes de las intervenciones en las economías emergentes generalmente se asumió que las reservas se compran mediante la emisión de deuda en moneda extranjera y se calculó el coste de las reservas como una función de la prima soberana (véase, por ejemplo, Jeanne y Ranciere (2011) y Levy Yeyati (2008)). Sin embargo, si no hay paridad descubierta del tipo de interés (lo que igualaría los costes de la deuda interna en moneda nacional y extranjera), esta analogía no parece describir la implementación de las intervenciones esterilizadas en los años 2000. Véase Cárdenas y Levy Yeyati (2010) y las referencias allí suministradas.

La creencia popular, según la cual los *carry traders* obtienen ganancias a expensas de los bancos centrales, parece sobreestimar los costes. Como indicó Friedman, si se compran dólares cuando el tipo de cambio está sobrevalorado y se venden cuando está subvalorado, los cambios en la cotización podrían compensar e incluso más que compensar cualquier diferencial en las tasas de interés. Para que la creencia popular se confirme, la intervención del banco central tendría que defender sistemáticamente un tipo de cambio que es en última instancia indefendible. Si la intervención en cambio suaviza la volatilidad al tiempo que no lucha contra el tipo de interés de equilibrio determinado por los fundamentales, el razonamiento de Friedman tendría más cabida.

¿Cómo les ha ido a las economías emergentes en este ámbito? Proponemos un ejercicio sencillo para estimar los costes *efectivos* de la intervención del banco central en el mercado *spot* de divisas. Calculamos las compras acumuladas y las ventas de reservas internacionales como el cambio en el *stock* de reservas, cuyo valor se calcula teniendo en cuenta los cambios en las cotizaciones (y asumiendo una composición por monedas similar a la asignada a las economías emergentes por la base de datos COFER del FMI), así como la acumulación de intereses (asumiendo un flujo de ingresos continuo derivado de un rendimiento anualizado igual al interés de las letras del Tesoro a dos años).⁴⁹ El ejercicio comienza con datos de principios de 2005, suficientemente lejos de los efectos de las crisis cambiarias de los años noventa que subvaloraron las monedas de los países emergentes y en las primeras etapas de la tendencia a la apreciación que caracterizó la mayor parte de los años 2000.⁵⁰

Calculamos los beneficios y las pérdidas de la posición del banco central como la suma del diferencial de tasas de interés para la moneda local y extranjera (el *carry*, que es en general positivo y por tanto supone un costo desde la perspectiva de quien tiene las reservas internacionales) y los cambios en la cotización (que suponen pérdidas para el banco central si la moneda nacional se aprecia y beneficios si se deprecia).

Por supuesto, este ejercicio es solo una ilustración de los distintos ingredientes involucrados en el cálculo, tal y como muestran los países seleccionados en la **Figura 3.3**. En concreto, el ejercicio indica que el costo es mayor para las “divisas *carry*” con elevados diferenciales de las tasas de interés (Brasil, Turquía) que para aquellas que tienen tasas de interés nacionales menores (México, Corea del Sur del Sur). Asimismo, el coste es mayor para las monedas que atraviesan procesos apreciativos de manera persistente (Colombia, China) que para las que no muestran tendencia alguna en su volatilidad cíclica (México, Turquía, Corea del Sur y, en menor medida, Brasil).

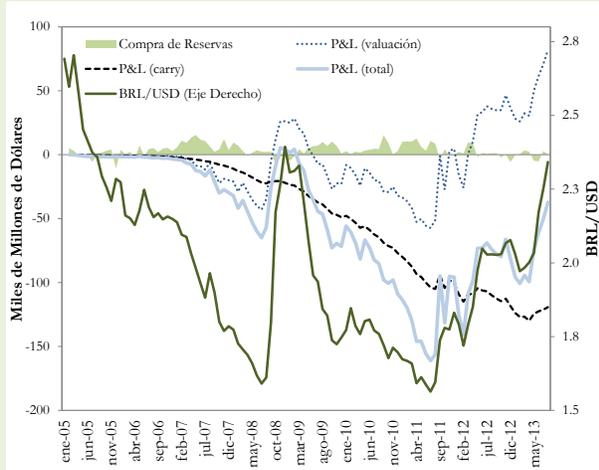
Como consecuencia de las diferentes combinaciones de las tendencias en los tipos de cambio y el *carry trade*, el coste de la intervención del banco central puede variar mucho (**Tabla 3.3**). Como puede verse, los bancos centrales en general incurren en elevados costes por la tenencia de reservas por el lado del *carry trade* a lo largo del ciclo cambiario reciente, pero, en general, con la excepción de

⁴⁹ Naturalmente, esto supone una aproximación imperfecta a las intervenciones reales, sobre las que solo hay datos disponibles al público en el caso de unos pocos bancos centrales y de periodos limitados. Pero, como Adler y Tovar (2012) indican, la diferencia entre los cambios en las reservas y la intervención efectiva es relativamente pequeña cuando se trabaja con frecuencias mensuales.

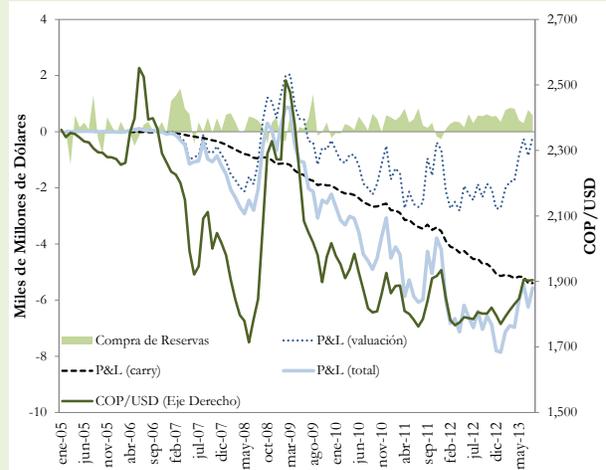
⁵⁰ El punto de partida es arbitrario: comenzar antes de una crisis (esto es, a mediados de 2008) sobrevaloraría las ganancias en las valoraciones que trae consigo la intervención, mientras que hacerlo después de una prolongada corrección de los tipos de cambio (a saber, en marzo de 2009) tendría el efecto contrario.

FIGURA 3.3. Costos Realizados de Intervención del Banco Central en el Mercado Spot

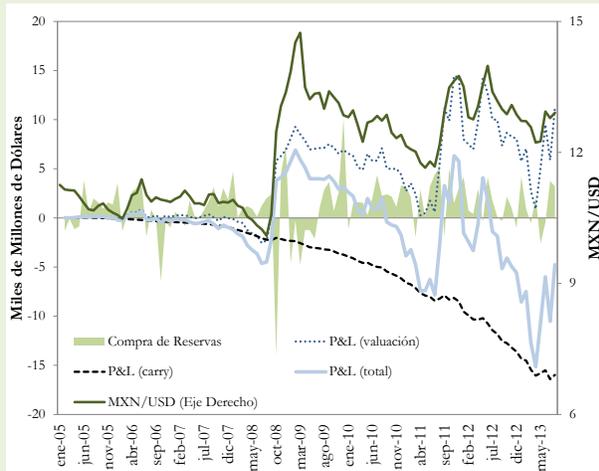
PANEL A. Brasil



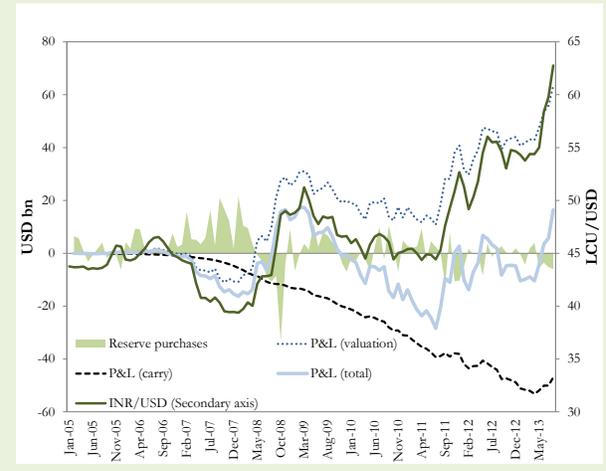
PANEL B. Colombia



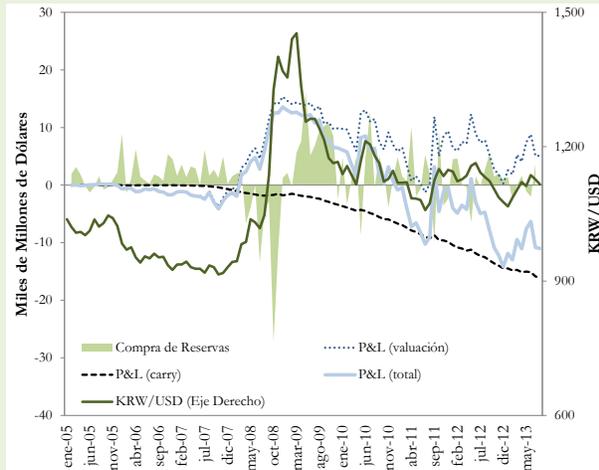
PANEL C. México



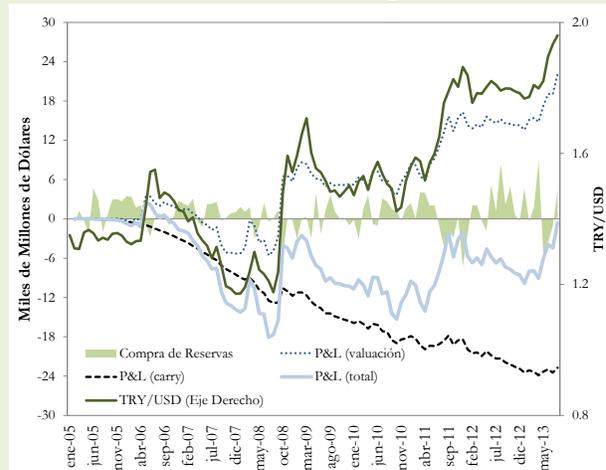
PANEL D. India



PANEL E. Corea del Sur



PANEL F. Turquía



Notas: P&L carry es la suma mensual del diferencial de tasas (tasa de 2 años del país – tasa análoga para Estados Unidos) multiplicado por el stock de reservas internacionales, P&L valuación es la diferencia entre el stock de reservas y las compras mensuales de moneda extranjera, mientras que P&L total es la suma de P&L carry y P&L valuación. Fuentes: Banco Mundial, Bloomberg, IFS y GEM.

las divisas con un *carry* elevado o que se aprecian constantemente (1.6% del PBI en Brasil, 3.3% en Perú), el coste final fue en muchos casos bastante discreto y en algunas ocasiones hubo beneficios (0.6% en Sudáfrica y 1% en India).⁵¹

En concreto, si bien es cierto que los diferenciales en las tasas de interés han ido en contra de las intervenciones de los bancos centrales en los últimos años, la naturaleza cíclica de los tipos de cambio implica que la mayoría de los cambios en las cotizaciones han generado beneficios, que podrían aumentar en el futuro si la inversión del ciclo de las tasas de interés estadounidenses proporciona al dólar un respaldo global. Por supuesto, lo mismo podría decirse de las intervenciones mediante el mercado de derivados que, bajo una paridad no cubierta de las tasas de interés, simplemente reproducen los diferenciales de las tasas de interés utilizados en el ejercicio anterior. Por lo tanto, en la medida en que el objetivo de la intervención es suavizar los altibajos temporales del tipo de cambio (lo que suele ser el caso, si bien no siempre es así), el coste de la intervención del banco central en los mercados cambiarios parece ser relativamente pequeño.

En efecto, el costo marginal de las intervenciones podría ser menor de lo que se registra en nuestro cálculo. Por un lado, nuestro ejercicio no toma en cuenta el efecto que tiene la acumulación de reservas en los costos financieros (*rollover*) que afectan tanto a la deuda pública como a la privada. Por otro lado, si bien es cierto, es ampliamente reconocido en las esferas de políticas públicas que la principal motivación de las intervenciones en el mercado cambiario emanan del deseo de suavizar los movimientos del tipo de cambio, tal como mencionamos anteriormente y como lo muestra una encuesta reciente del BIS (ver el **Recuadro 2**), podría darse el caso que al menos parte de la acumulación de reservas tenga que ver con objetivos prudenciales, en cuyo caso solo una fracción del balance de pérdidas y ganancias debería ser atribuido a las intervenciones.

Además, en la medida en que las reservas no tienen por qué invertirse a corto plazo en activos líquidos de escaso rendimiento, el coste del *carry trade* podría reducirse más todavía. Por lo tanto, el coste de la intervención del banco central, si bien no es nimio, ha sido menor de lo sugerido por la creencia popular, lo que concuerda con la opinión de que las intervenciones sobre el tipo de cambio en muchas EM, y especialmente en LAC, han pretendido suavizar la volatilidad en torno al tipo de cambio real de equilibrio más que alcanzar un nivel predeterminado del tipo de cambio.

Además, dado que la intervención tradicional puede ser llevada a cabo no solo por los bancos centrales, sino también por el Tesoro o por entidades públicas descentralizadas, incluso recurriendo a los mercados de derivados, surge una pregunta importante relativa a las políticas: ¿cuál es el coste comparativo de recurrir a diferentes vehículos de intervención?

Por ejemplo, imaginemos una desdolarización de la deuda soberana (un cambio en su composición por divisas, asumiendo para simplificar que el refinanciamiento es completo y que la duración de las emisiones es similar para todas las divisas): el gobierno emite deuda en moneda nacional y compra los dólares necesarios para reducir las deudas en dólares.⁵² ¿Cuál sería el coste de hacer esto en comparación con la opción de referencia (el refinanciamiento en la misma moneda)?

⁵¹ Se llega a la misma conclusión si se calcula el coste como una función de la acumulación de reservas.

⁵² Lo mismo sucedería con un canje de deuda (emitir deuda en moneda nacional para volver a comprar obligaciones en moneda extranjera del mismo tipo) y con los canjes de divisas (intercambiar un flujo de liquidez en moneda extranjera por otro en moneda nacional), si bien en ambos casos el Tesoro podría enfrentarse a restricciones presupuestarias.

El cálculo es similar al del ejercicio presentado en la **Tabla 3.3**, con la salvedad de que ahora el diferencial en las tasas de interés vendría dado por el rendimiento de la deuda soberana denominada en moneda extranjera que el gobierno emitiría en el escenario de referencia, menos el tipo de interés pagado por la deuda en moneda local recién emitida. Dado que la deuda soberana es generalmente de más largo plazo y se emite a una prima relativa al Tesoro de los Estados Unidos, el diferencial de tasas de la deuda nominada en moneda local y extranjera tenderá a ser menor.⁵³

Algunos estudios han propuesto utilizar la “prueba de los beneficios” para evaluar si las intervenciones han ejercido una influencia estabilizadora sobre el tipo de cambio con la justificación de que si la intervención del banco central ha dado beneficios, habrá tenido que “comprar barato y vender caro” (Becker y Sinclair, 2004). Naturalmente, la efectividad de la intervención no puede basarse únicamente en los costos: la rentabilidad no es lo mismo que la efectividad. En general, el hecho de que los costos de la intervención no supongan una preocupación importante para los responsables de las políticas, no implica que la intervención sea conveniente en todos los casos: como mínimo, debemos demostrar que ha ejercido la influencia buscada sobre el tipo de cambio.

TABLA 3.3. Costos de Intervención del Banco Central para Economías Emergentes Selectas

País	P&L/PBI	P&L Carry/PBI	P&L Valuación/PBI
Argentina	-0.4%	-2.9%	2.5%
Brasil	-1.6%	-5.3%	3.6%
Chile	-1.2%	-1.6%	0.3%
Colombia	-1.5%	-1.5%	0.0%
México	-0.4%	-1.4%	1.0%
Perú	-3.3%	-3.0%	-0.3%
LAC	-1.6%	-2.5%	0.9%
Indonesia	-0.3%	-1.8%	1.5%
Corea del Sur	-1.0%	-1.4%	0.5%
Malasia	-1.1%	-2.3%	1.2%
Filipinas	-3.7%	-3.3%	-0.4%
Tailandia	-5.6%	-3.6%	-2.0%
SEA	-2.3%	-2.5%	0.1%
India	1.0%	-2.7%	3.7%
Israel	-3.0%	-1.9%	-1.1%
Rusia	-2.1%	-6.7%	4.5%
Suráfrica	0.6%	-2.1%	2.7%
Turquía	-0.1%	-2.9%	2.8%
Otros	-0.7%	-3.3%	2.5%

⁵³ Nótese que, en el caso de que el banco central intervenga, el diferencial combina el riesgo del tipo de cambio y el riesgo crediticio (las reservas conllevan por definición menos riesgo que los bonos de la esterilización), mientras que en el caso de la deuda soberana el riesgo crediticio es el mismo para las dos divisas y solo queda el riesgo cambiario. El coste asociado a otras combinaciones dependería del tipo del instrumento de deuda implicado: por ejemplo, el coste de emitir deuda en moneda nacional para comprar activos en moneda extranjera para un fondo de riqueza soberano sería igual al diferencial de los tipos de interés asumido por el banco central, si bien para vencimientos más largos.

Realizar una evaluación normativa sobre el nivel óptimo de las intervenciones está más allá de los objetivos de este informe. Sin embargo, plantearse su efectividad desde un punto de vista positivo ya supone un buen punto de partida: ¿puede una intervención rebajar el valor de una moneda? Sorprendentemente, existe muy poco consenso con respecto a la capacidad de las intervenciones para ahuyentar las presiones hacia la apreciación; por otra parte, los responsables de las políticas parecen preferir intervenir a no hacerlo, pese al escepticismo que esta opción suele despertar en los círculos políticos y académicos.

La cuantificación de este efecto no es sencilla porque requiere no solo tener en cuenta otros factores que podrían estar presionando tanto el tipo de cambio como el nivel de reservas, sino también obtener una medida precisa de la intervención misma. Hay pocos datos sobre intervenciones y a menudo estos son sustituidos por los cambios en el nivel de reservas, que podrían deberse a motivos ajenos a la intervención del banco central, como el devengo de intereses, la liquidación de facturas en moneda extranjera por parte de empresas públicas o la reconstrucción o la reducción del colchón de reservas establecido por motivos de prudencia.⁵⁴ Asimismo, muchos de los vehículos de intervención alternativos o complementarios previamente descritos (los cambios en la composición de reservas de la deuda pública o en la tasa de interés nacional o las intervenciones en los mercados de futuros) son difíciles de monitorear de manera sistemática y a menudo se excluyen de las pruebas empíricas.

Además, las intervenciones normalmente tienen lugar cuando el tipo de cambio se está modificando o se espera que se mueva en la dirección opuesta al efecto esperado de la intervención. Este problema de “endogeneidad” normalmente hace que la intervención muestre el signo *erróneo* en las ecuaciones de regresión del tipo de cambio, en las que las compras (ventas) de dólares se asocian con una apreciación (depreciación) de la moneda local, con lo que no existe una manera sencilla de calcular cuál habría sido el tipo de cambio de no haberse producido la intervención. Por todo ello, se usa cada vez más el estudio de eventos para identificar el impacto de alta frecuencia de la intervención (véase el **Recuadro 1**).

Para descontar el efecto del motivo prudencial para la intervención y minimizar el sesgo de endogeneidad, Levy Yeyati y Sturzenegger (2010) propusieron utilizar una *proxy* “estricta” de la intervención: el cambio en el ratio entre las reservas y el M2 (donde las reservas se calculan como la posición neta de los activos exteriores del banco central excluido el oro). A su vez, una estrategia natural consistiría en modelar la variación del REER incorporando en el análisis las desviaciones de la cotización fundamental de largo plazo y los determinantes de corto plazo, tal y como hicimos en la **Tabla 3.1**, y añadiendo una medida aproximada de la intervención del banco central definida como se ha especificado previamente.⁵⁵ Esta es la estrategia que aplican Daude *et al.* (2013) a un

⁵⁴ Adler y Tovar (2011) subrayan este aspecto, pero muestran que las diferencias en el nivel de reservas y la intervención efectiva con frecuencias inferiores a la semanal tienden a ser pequeñas y a no estar correlacionadas con las modificaciones del tipo de cambio. Por su parte, Obstfeld, Shambaugh y Taylor (2010) sostienen que el nivel prudencial de reservas suele variar junto con los agregados monetarios generales (en última instancia, para poder cubrirlos) como el M2 para evitar la duplicación de las corridas bancarias y de divisas. Cabe destacar que una apreciación puede hacer que el banco central acumule reservas si estas se mantienen por motivos de precaución, ya que una moneda más fuerte “deteriora” el ratio entre las reservas y los pasivos monetarios debido a los cambios en la cotización. El ratio de las reservas con respecto al M2 que utilizamos a continuación como una medida aproximada de la intervención mitiga este sesgo potencial.

⁵⁵ Como se ha indicado, la especificación excluye otras medidas de las políticas que podrían afectar al tipo de cambio: mientras que algunas de ellas (cambios en los requisitos de reservas, controles de capitales) tienen una frecuencia baja y

grupo de economías emergentes y avanzadas seleccionadas. Comienzan con una función de largo plazo que relaciona el REER con el mismo grupo de variables fundamentales utilizadas en la **Tabla 3.1** para calcular la desviación del REER de su nivel de equilibrio, que a su vez utilizan junto con los cambios en los fundamentos en una ecuación de corrección de errores que también incorpora la intervención. Finalmente, para corregir el sesgo de endogeneidad (esto es, el hecho de que la intervención podría reaccionar ante movimientos en el tipo de cambio y viceversa), los autores utilizan el cambio en el ratio entre el M2 y el PBI como instrumento para la intervención. En la **Tabla 3.4** se replican sus resultados: la intervención es significativa y muestra el signo esperado, esto es, las compras de dólares están positivamente correlacionadas con las depreciaciones del tipo de cambio y viceversa. Asimismo, el uso de una variable instrumental para la intervención refuerza este vínculo, como era de esperar.⁵⁶

TABLA 3.4. Efectividad de Intervención del Banco Central

Variables	(1)	(2)
	Log TCR	Log TCR
Rezago diferencial con respecto a TCR de equilibrio	-0.030 (4.02)***	-0.023 (2.94)***
Cambio NFA	0.095 (0.70)	0.085 (0.61)
Cambio Apertura (logs)	-0.513 (6.41)***	-0.456 (6.45)***
Cambio Consumo del Gobierno (logs)	0.048 (2.96)***	0.038 (1.94)*
Cambio Productividad (logs)	-0.193 (8.25)***	-0.193 (8.11)***
Rezago Variable Dependiente	0.133 (3.48)***	0.151 (3.78)***
Cambio VIX	-0.000 (2.81)**	-0.000 (2.51)**
Diferencial de Tasas	-0.000 (0.72)	-0.000 (0.86)
(Reservas/M2)(t) - (Reservas/M2)(t-1)	-0.073 (2.83)**	
(Reservas/M2)(t) - (Reservas/M2)(t-1) instrumentada		-0.387 (2.75)**
Constante	0.001 (2.92)***	0.001 (3.64)***
R-sq Within	0.22	0.25
Número de Observaciones	1,027	1,027

Nota: TCR es el Tipo de Cambio Real de Equilibrio del FMI, instrumentado con el Cambio en logaritmos del ratio M2 a PBI. Regresiones de panel, errores estándares en paréntesis. * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%. Fuente: Daude, Lery-Yeyati, y Nagengast (2013).

es poco probable que modifiquen significativamente los resultados del análisis, la omisión de las intervenciones en los mercados de derivados o a través de los tipos de interés podría sesgar los resultados en cierta medida.

⁵⁶ Debido a que el tipo de cambio de equilibrio es difícil de identificar y a menudo constituye un objetivo cambiante, la intervención “contra viento y marea” suele pretender reducir la velocidad del ajuste del tipo de cambio, tal y como documentan Adler y Tovar (2011) para las EM y Newman et al. (2011) para Australia.

Recuadro 1. La efectividad de la intervención sobre el tipo de cambio

La literatura económica ha identificado dos mecanismos principales mediante los que las intervenciones esterilizadas pueden ejercer su influencia: el de la cartera y el de la señalización. Un conjunto de estudios recientes coordinados por el BPI y basados en datos muy detallados de alta frecuencia analizan el mecanismo concreto a través del que se espera que la intervención determine el tipo de cambio en las economías de América Latina. La siguiente tabla resume sus resultados.

	¿Qué?	¿Cómo?	Resultados
Lahura y Vega (2013)	¿Es asimétrico el efecto de la intervención?	Datos intradiarios (minuto a minuto) confidenciales de Perú (2009-2011). Se estiman dos regresiones separadamente, una de compras y otra de ventas, en las que movimientos del tipo de cambio se explican mediante la intervención, una variable dicotómica que identifica la hora posterior a la intervención y un término autorregresivo (alternativamente, mediante la intervención normalizada por el volumen de operaciones del mercado interbancario).	La intervención es más efectiva para reducir el tipo de cambio que para aumentarlo, lo que concuerda con estudios previos.
García-Verdú y Zerecero (2013)	¿Es la intervención efectiva para suministrar liquidez al mercado de divisas?	Estudio de eventos. Se recurre a las primas de compra-venta (<i>bid-ask spreads</i>) como medida de liquidez. Se usan datos mexicanos intradiarios para hacer una regresión de la prima como función de una variable dicotómica que identifica la intervención y un conjunto de variables de control.	La intervención reduce la prima de compra-venta (<i>bid-ask spread</i>) del tipo de cambio.
Echavarría et al. (2013)	¿Son las reglas de intervención anunciadas más efectivas que las <i>sucias</i> ?	Una función de reacción Tobit-GARCH y datos diarios para Colombia (2004-2012).	Reglas de intervención en las compras de 20M de dólares s (2008-12) fueron más efectivas que las compras <i>sucias</i> entre 2004-2007.
Pincheira (2013)	¿Afecta la intervención a las expectativas de inflación (mediante la <i>señalización</i>)?	Encuestas de expectativas sobre la inflación llevadas a cabo por el Banco de Chile en torno a dos intervenciones previamente anunciadas del Banco de Chile (2008 y 2011).	Breve impacto de la intervención de 2008 y nulo impacto de la de 2011 (pese al efecto sobre los rendimientos del tipo de cambio).

Kohlscheen (2013)	¿Es efectiva la intervención esterilizada?	Datos diarios sobre flujos e intervenciones sobre el tipo de cambio (2002-2011). Se estima un modelo de variaciones en el tipo de cambio como función de los flujos y otras variables macro para días con y sin intervención oficial en el mercado al contado.	El efecto de las ventas (mayoritariamente relacionadas con el comercio) de dólares por parte de los usuarios finales son mayores en los días en que no hay intervención oficial.
--------------------------	--	--	--

¿Qué hay de la efectividad de las medidas que añaden *arena en las ruedas*? La que mejor se adapta al principio de la prudencia macroeconómica (y la única respaldada por los economistas de la corriente prevaleciente y el FMI) es el control impositivo de las entradas de capitales del estilo que se introdujo en varios países de América Latina a mediados de la década de 1990. Normalmente, esta modalidad adopta la forma de un requisito de reservas sin remunerar (URR, por sus siglas en inglés, *unremunerated reserves requirement*) sobre las entradas de capitales que es virtualmente idéntico a una tasa Tobin (tanto que en los años noventa las autoridades chilenas y colombianas ofrecieron a aquellos inversores con preferencias marcadas por la liquidez la posibilidad de adelantar el pago de un impuesto en lugar de soportar el URR).

La experiencia latinoamericana con el control mediante impuestos de los flujos de capitales en los años noventa ha suscitado varios intentos de cuantificar sus efectos.⁵⁷ Probablemente, la estrategia más sencilla sea la que proponen Gregorio, Edwards y Valdés (2000): recurrir a la diferencia entre el descuento a plazo (a 90 días) de la UF y el dólar estadounidense y el diferencial en las tasas de interés, que durante el periodo de los controles osciló entre el 2 y el 3 por ciento, lo que concuerda con la tasa Tobin equivalente en el mismo periodo (calculada por los autores en el artículo).⁵⁸ En otras palabras, el tipo diferencial aumentó de manera proporcional a la intensidad del URR, tal y como se pretendía.⁵⁹

Este cálculo preliminar del impacto de los controles de capitales sobre el *carry* percibido por los inversores especulativos se puede replicar para el caso reciente de la tasa Tobin de Brasil (**Figura 3.4A**). Como puede verse, la introducción de un IOF del 3% (posteriormente aumentado al 6%)

⁵⁷ Véanse, entre otros, Cardenas y Barrera (1997), De Gregorio, Edwards y Valdés, (2000), Edwards (1999) y Gallego y Hernández (2003).

⁵⁸ La Unidad de Fomento (UF) está indexada al IPC chileno.

⁵⁹ Otra manera de estimar el mismo efecto consiste en comparar los precios de activos idénticos que se intercambian interna y externamente, por ejemplo, acciones y *American Depository Receipts* (ADR), esto es, acciones de empresas no estadounidenses que se intercambian en el mercado de EE. UU. (nominadas en dólares) mientras las acciones subyacentes se intercambian en el mercado nacional del emisor. Si se asume que hay arbitraje, el porcentaje de descuento en el precio de las acciones (subyacentes) en el país de origen con respecto a los correspondientes ADR en Nueva York (la prima entre mercados) se puede atribuir a los costes de transacción, incluida la tasa Tobin, ya que el inversor internacional demanda un descuento de compensación por las acciones en el extranjero. Esto es precisamente lo que revelan los datos durante los periodos de controles, en los que la prima de los ADR sube, lo que refleja tanto la presencia de la tasa como la intensidad del flujo de entrada de capitales (Levy-Yeyati, Schmukler y Van Horen 2004 y 2009).

unida a las entradas de capitales y las presiones hacia una apreciación generó una diferencia entre la rentabilidad implícita (el *carry* recibido por el inversor) y el diferencial en las tasas de interés de aproximadamente la misma magnitud, que tendió a reducirse una vez que las presiones sobre el tipo de cambio revirtieron (lo que en última instancia indujo la eliminación del impuesto).

En Turquía se observa un patrón similar, pues el “impuesto” adoptó una forma distinta: una suba en los encajes que incrementó la diferencia entre la tasa de depósitos (que a su vez, bajo una paridad no cubierta de las tasas de interés, determina el descuento a plazo) y el tipo acreedor que transmite la política monetaria (**Figura 3.4B**). De nuevo, la brecha entre el *carry* y el diferencial en las tasas de interés cuando hay presiones hacia la apreciación creció y, una vez que los flujos de capitales revirtieron, se redujo.

Así pues, ¿son los controles mediante impuestos efectivos? En la medida en que imponen un peaje al tráfico de entrada y salida de los mercados nacionales lo son. Pero, igual que sucede con las intervenciones tradicionales, su impacto es pequeño si se administran en dosis pequeñas. Por ejemplo, un impuesto del 3 por ciento debería dar lugar a una reducción del valor de los activos nacionales (incluida la moneda nacional) de en torno al 3%, dependiendo del efecto de la medida sobre las expectativas de que suban los impuestos o de las medidas adicionales que se tomen (tal y como sucedió con el IOU original del 2 por ciento en Brasil).⁶⁰

FIGURA 3.4A. Brasil: Impacto de un Impuesto Tobin en las Entradas de Capital

PANEL A. Rendimiento Implícito Vs. Observado



PANEL B. Diferencial de Rendimientos y Tipo de Cambio



Notas: Tasa implícita es la tasa de 3 meses provenientes de contratos NDF (Non-Deliverable Forwards) entre el dólar estadounidense y el real brasileño. El área en gris representa el periodo del impuesto a las transacciones financieras (IOF). Fuentes: Bloomberg.

⁶⁰ Un resultado adicional de la literatura empírica sobre los controles mediante impuestos apunta a que tienen un efecto composicional benigno (la extensión de las transacciones entre fronteras) que, en la medida en que reduce la volatilidad de los flujos, debería tener implicaciones positivas de tipo prudencial. No obstante, una parte de esta extensión podría deberse a que la ingeniería financiera convierte los movimientos a corto plazo en contratos más prolongados.

FIGURA 3.4B. Turquía: Impacto de un Incremento en los Requerimientos de Reserva

PANEL A. Rendimiento Implícito Vs. Observado



PANEL B. Diferencial de Rendimientos y Tipo de Cambio



Notas: Tasa implícita es la tasa de 3 meses provenientes de contratos NDF (Non-Deliverable Forwards) entre el dólar estadounidense y la lira turca. Fuentes: Bloomberg.

Recuadro 2. Las políticas de tipo de cambio desde la perspectiva de los bancos centrales

Por el momento, el análisis del informe ha enfatizado la idea de que las políticas de tipo de cambio actuales tienen una naturaleza de “apoyarse contra el viento”. Esto es, los responsables de las políticas en los países desarrollados y en desarrollo intervienen en los mercados cambiarios para controlar las fluctuaciones de corto plazo en torno a los tipos de cambio de equilibrio en lugar de plantearse un objetivo concreto para ganar competitividad.

¿Es esta postura coherente con los objetivos de los banqueros centrales? Hay una serie de encuestas recientes del Banco de Pagos Internacionales (BPI) y otra encuesta del Banco Mundial que analizan esta cuestión. La primera encuesta del BPI se realizó en 2005, antes de la crisis financiera global de 2008, e incluye una muestra de 19 países, siete de los cuales pertenecen a LAC. La segunda encuesta del BPI y la encuesta del Banco Mundial se llevaron a cabo en el periodo 2012-2013 y, entre las dos, incluyen 20 países, entre los que hay 8 pertenecientes a LAC.

Del análisis de las respuestas a estas encuestas se extraen varias lecciones interesantes. En primer lugar, evitar la especulación excesiva con el tipo de cambio, el objetivo más importante en 2005 según la encuesta del BPI, sigue siendo (y lo es cada vez más) la razón principal para la intervención sobre el tipo de cambio (**Tabla B.2.1**). El aumento entre 2005 y 2012-13 del número de países con preocupaciones sobre la especulación con el tipo de cambio y, como se analiza más adelante, sus implicaciones sobre la volatilidad del tipo de cambio, probablemente está vinculado con los grandes altibajos de los flujos de capitales y la volubilidad de los mercados de capitales que caracterizan al mundo post-Lehman. Cabe destacar que las intervenciones sobre el tipo de cambio parecen estar más vinculadas con la gestión de los efectos adversos de las entradas de capitales sobre los tipos de cambio y la estabilidad monetaria que con la mejora de la competitividad de la moneda.

La conclusión anterior se confirma al analizar los objetivos intermedios de las intervenciones sobre el tipo de cambio. En líneas generales, los países de la muestra intervienen para: 1) limitar la

volatilidad del tipo de cambio, 2) limitar las presiones generadas por las entradas de capitales y 3) suavizar la tendencia del tipo de cambio hacia su nuevo nivel determinado por el mercado (**Tabla B.2.2**). Como se ha argumentado previamente, el periodo post-Lehman ha estado caracterizado por la creciente preocupación de los bancos centrales por los efectos adversos de la volatilidad excesiva de los tipos de cambio. Muy pocos países identifican la influencia sobre el nivel del tipo de cambio como uno de sus objetivos intermedios, lo cual refleja la poca importancia que los países de la encuesta le dan a los motivos mercantilistas.

Tabla B.2.1. Motivos de Intervención

	Importancia en 2005			Importancia en 2012-2013		
	Alta	Moderada	Baja	Alta	Moderada	Baja
1. Frenar la especulación excesiva	42%	21%	0%	60%	20%	0%
2. Mantener estabilidad monetaria	36%	11%	11%	55%	10%	10%
3. Desalentar fuertes movimientos de capitales	21%	16%	5%	30%	25%	5%
4. Construir Reservas	36%	0%	11%	30%	10%	10%
5. Suavizar el impacto de movimientos de precios de bienes primarios	16%	5%	16%	20%	5%	15%
6. Mantener o mejorar la competitividad	11%	11%	16%	25%	5%	15%

Nota: Los resultados se basan en dos encuestas del BIS, una llevada a cabo en 2005 y la otra en 2013, y una encuesta del Banco Mundial conducida en 2013. Los entrevistados en estas tres encuestas incluyen: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Hong Kong SAR, Corea del Sur, India, Indonesia, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Filipinas, Polonia, Singapur, Suráfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay, y Venezuela.

Pese a que la evidencia de estas encuestas indica que a los bancos centrales les preocupa reducir la volatilidad del tipo de cambio, este factor por sí solo no garantiza la intervención. Como se ha expuesto anteriormente en este capítulo, los costos elevados o la escasa efectividad podrían disuadir a los bancos centrales de intervenir.

La encuesta llevada a cabo por el BPI revela que los bancos centrales consideran que las intervenciones sobre el tipo de cambio son muy efectivas. Más del 70 por ciento de los entrevistados declararon que las intervenciones permitan alcanzar con éxito un tipo de cambio objetivo y el 20 por ciento respondieron que su éxito era parcial. Curiosamente, la percepción de la efectividad del tipo de cambio parece ser muy estable en el periodo 2005-2012.

Finalmente, cabe preguntarse cómo equilibran los bancos centrales el uso de los distintos instrumentos de las políticas para lograr el tipo de cambio objetivo. La encuesta llevada a cabo por el BPI en 2013 y el Banco Mundial en 2013 revela que las intervenciones basadas en el mercado son, en líneas generales, la herramienta principal usada por los bancos centrales para influir en el tipo de cambio. De estas herramientas, la mayoría de los bancos centrales (el 91% de la muestra) declaran usar de manera regular la compra y venta de divisas en el mercado al contado, mientras que los demás recurren a esta herramienta de manera puntual (**Tabla B.2.3**). Otras intervenciones basadas en el mercado, como las intervenciones en los mercados de futuros y el uso de derivados, solo son usadas por aproximadamente la mitad de los bancos centrales, lo que quizás refleja la escasa profundidad y sofisticación de los mercados financieros en muchos países de la muestra. Por último, algunos bancos centrales utilizan herramientas tradicionales para complementar las operaciones

basadas en el mercado pero, al menos en la muestra, suponen un porcentaje pequeño del total.

Tabla B.2.2. Objetivos Inmediatos

	2005	2012
1. Influir el nivel del tipo de cambio	21%	20%
2. Suavizar la trayectoria del tipo de cambio	36%	35%
3. Limitar la volatilidad	57%	60%
4. Limitar presiones originadas por flujos de capitales	42%	45%
5. Proveer liquidez para estrechar el mercado cambiario	10%	20%

Nota: Los resultados se basan en dos encuestas del BIS, una llevada a cabo en 2005 y la otra en 2013, y una encuesta del Banco Mundial conducida en 2013. Los entrevistados en estas tres encuestas incluyen: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Hong Kong SAR, Corea del Sur, India, Indonesia, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Filipinas, Polonia, Singapur, Suráfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay, y Venezuela.

En conjunto, la evidencia que estas encuestas proporcionan revela que: i) el motivo de “apoyarse contra el viento” para la intervención sobre el tipo de cambio parece ser el más habitual para la intervención en las economías emergentes y ii) las intervenciones sobre el tipo de cambio se consideran una herramienta efectiva para lidiar con el exceso de volatilidad. Los bancos centrales intervienen de manera activa, sobre todo en el mercado al contado, para evitar los altibajos importantes del tipo de cambio.

Tabla B.2.3. Herramientas de Intervención

	Regularmente	Ocasionalmente
Intervenciones basadas en el Mercado		
1. Intervención directa o indirecta en mercados spot	91%	9%
2. Intervención en mercados a futuro	9%	36%
3. Uso de derivados	14%	32%
Otras intervenciones		
4. Controles de Capital	12%	18%

Nota: Los resultados se basan en una encuesta del BIS llevada a cabo en 2013, y una encuesta del Banco Mundial conducida en 2013. Los entrevistados en estas tres encuestas incluyen: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Hong Kong SAR, Corea del Sur, India, Indonesia, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Filipinas, Polonia, Singapur, Suráfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay, y Venezuela.

Pensamientos Finales

En base a lo que se observa últimamente en los países emergentes, las preocupaciones claves en materia de intervención cambiaria parecen estar menos relacionadas con preocupaciones de corte mercantilista, sobre si se pueden mantener las monedas subvaluadas para ganar competitividad internacional, o preocupaciones sobre desajustes contemporáneos, y más relacionadas a la pregunta de cómo filtrar las fluctuaciones de corto plazo asociadas con movimientos cíclicos de los factores fundamentales detrás del tipo de cambio y con choques financieros temporales y sobrerreacciones. De esta forma LAC se ha trasladado desde una situación donde la intervención cambiaria estaba orientada a defender tipos de cambios fijos (muchas veces insostenibles), hacia otra donde la intervención está orientada a suavizar movimientos cambiarios alrededor de sus fundamentos.

Esto es más fácil decirlo que hacerlo. Por un lado está la dificultad en identificar aquellos factores que son estructurales de aquellos que son cíclicos. Si bien es intuitivo pensar en el ciclo de política monetaria en EE.UU. como algo transitorio, discernir si el comportamiento de otros factores, como por ejemplo el crecimiento Chino, o los cambios en la demanda del etanol y el biodiesel que afectan los precios de algunas materia primas claves, es cíclico o estructural es mucho más complejo. Además, el REER es un precio relativo multilateral. Esto quiere decir que por definición el desempeño relativo entre países tendrá un efecto en los desvíos del REER y pone en evidencia los beneficios de la coordinación multilateral entre países. Finalmente, está la dificultad de identificar si los movimientos del tipo de cambio real son desvíos con respecto al equilibrio o si son movimientos en el equilibrio mismo. Por este motivo las intervenciones cambiarias son necesarias, dadas las innumerables distorsiones creadas por la volatilidad del tipo de cambio en las decisiones de inversión y de exportación, así como su efecto nocivo en el crecimiento de largo plazo, pero debe tomarse con cautela dadas las dificultades prácticas que mencionamos antes.

La evidencia disponible apunta a que las políticas orientadas a suavizar los movimientos del tipo de cambio han sido una herramienta efectiva con costos cuasi-fiscales relativamente bajos en la medida de que estén orientadas hacia la reducción de la volatilidad excesiva del tipo de cambio y a mitigar los efectos sobre el tipo de cambio de variables globales que tienden a moverse de manera abrupta pero que tienden a revertirse a sus niveles de equilibrio. En resumen, la intervención cambiaria se ha consolidado como una herramienta contra-cíclica esencial, especialmente en el contexto actual donde se espera que la ola de apreciaciones en los tipos de cambio se revierta.

Apéndice 1: La reacción de los fondos de inversión al flujo de noticias de la Reserva Federal de EE.UU.

Durante los últimos 30 años, ha habido un proceso generalizado de globalización financiera *a dos bandas* que se intensificó en los años 2000 y que ha cambiado de manera profunda el panorama financiero en todo el mundo. Un rasgo crucial de este nuevo mundo financieramente globalizado ha sido la transición de los sistemas financieros mayormente basados en los bancos a unos sistemas más interconectados en los que los mercados de capitales han ganado terreno, los inversores institucionales (como los fondos de inversión, los fondos de cobertura, etc.) han jugado un papel más relevante y el número y la sofisticación de los participantes han aumentado. Dicho de otro modo, mientras que en el pasado los bancos interactuaban directamente con los prestamistas y los prestatarios mediante las “relaciones bancarias”, ahora existen varias instituciones que participan en el proceso de intermediación de los ahorros y la asignación del crédito a través de operaciones a precios de mercado que involucran a muchos agentes, como los analistas financieros, los asesores financieros, los gestores de activos, las agencias de calificación y los garantes de colocación.

Un rasgo importante de estos agentes financieros altamente sofisticados y de protagonismo creciente es que, en comparación con los bancos, sus horizontes de inversión son más breves, lo que los hace más sensibles a los flujos de noticias. Por ejemplo, los fondos de inversión, tanto a través de las inyecciones/amortizaciones de los inversores subyacentes como de las decisiones de asignación de cartera de los gestores de fondos, son en parte responsables de los grandes altibajos de los flujos de capitales observados en los mercados de capitales globales durante los periodos de auge y de tensión.⁶¹

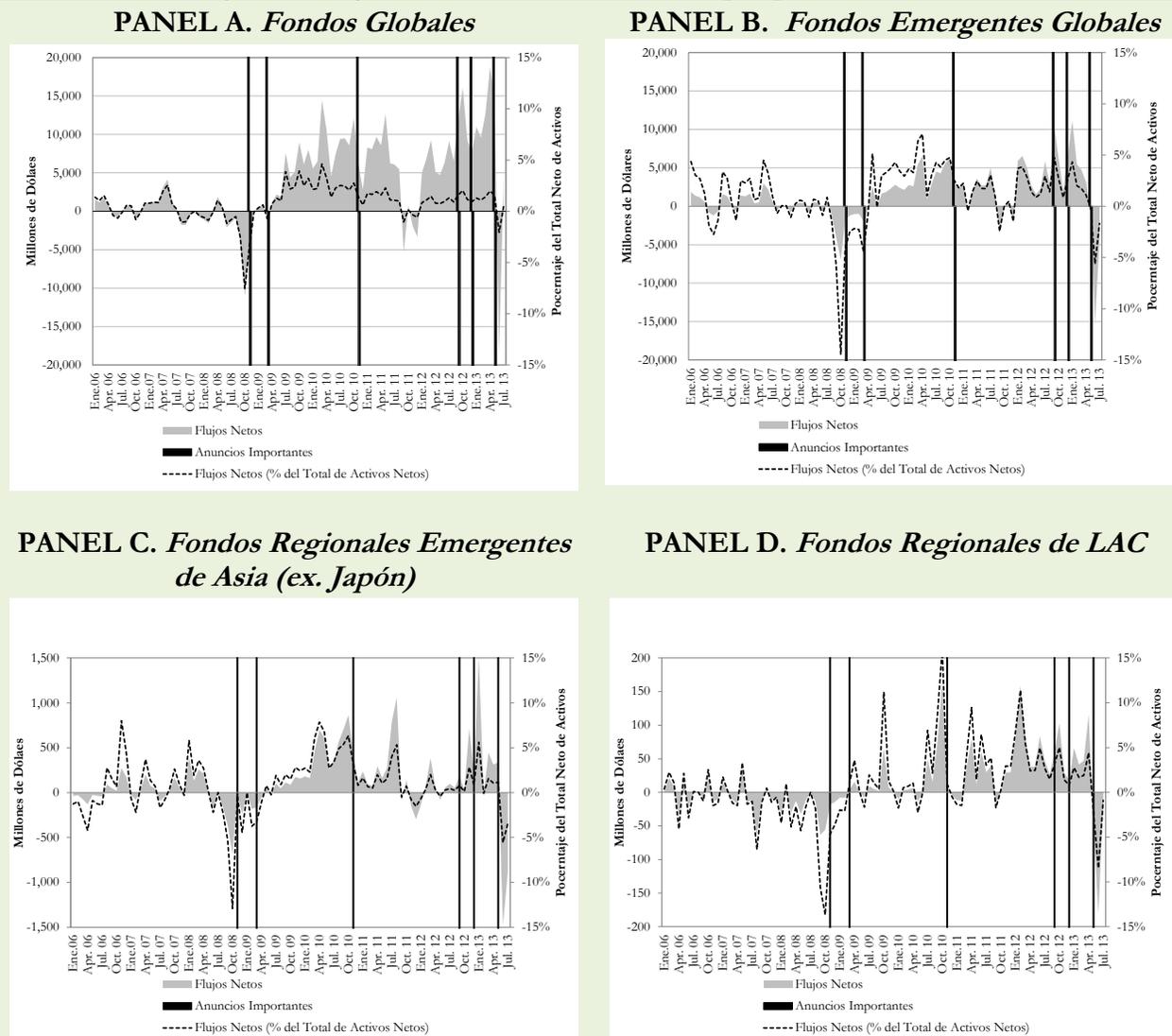
¿Cómo han reaccionado los fondos de inversión (de bonos) ante las noticias sobre la política monetaria de Estados Unidos? Para contestar a esta pregunta analizamos la evolución de: i) los flujos de entrada a estos fondos de los inversores subyacentes en torno a los anuncios del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos y ii) el peso de distintos países y regiones en las asignaciones de las carteras de fondos de inversión internacionales. Este análisis nos permite estudiar el comportamiento de los gestores a través de sus cambios en las ponderaciones de las carteras y el comportamiento de los inversores subyacentes mediante sus inyecciones y amortizaciones de los fondos de inversión. Los datos recogidos consideran fondos de bonos globales (con inversiones tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo) y fondos de bonos regionales. En el caso de los fondos de bonos regionales, nos centramos en los bonos regionales de LAC y estudiamos su comportamiento con respecto a los países individuales de la región. En concreto, identificamos cinco anuncios de QE relevantes relacionados con políticas expansivas (dos referidos a QE1, uno a QE2 y dos a QE3) y uno que refleja políticas contractivas (el abandono de las QE) y analizamos el comportamiento de los fondos de inversión alrededor de estas fechas.

Comenzamos analizando el comportamiento de los inversores subyacentes. Después de retirarse de

⁶¹ Por ejemplo, el informe de abril de 2012 de esta serie, “América Latina hace frente a la volatilidad: el lado oscuro de la globalización”, estudia el comportamiento de los fondos de inversión en torno a los meses de la crisis asiática de 1998 y la crisis financiera global de 2008.

todos los fondos (globales, globales emergentes y fondos regionales) durante el verano turbulento de 2008, los inversores comenzaron a inyectar de nuevo dinero en todos los fondos una vez que la QE se anunció y los mercados se estabilizaron en torno a marzo de 2009 (**Figura A.1**). Cabe destacar dos rasgos de los patrones de inyecciones/amortizaciones de los inversores subyacentes. En primer lugar, las inversiones/amortizaciones de los fondos globales son mucho más estables que las de los fondos emergentes y regionales. En segundo lugar, parece que la elasticidad de los flujos de los fondos con respecto a las noticias contractivas es mayor que la elasticidad con respecto a las noticias expansivas. En este contexto, los fondos regionales de LAC parecen mucho más sensibles a los flujos de noticias recientes que otros fondos. Por ejemplo, después del discurso restrictivo de Bernanke (el presidente de la Fed), los fondos regionales sufrieron retiros que ascendieron aproximadamente al 10 por ciento de los activos totales netos.

FIGURA A.1. Inyecciones y Retiros en Fondos Mutuos por parte de Inversores

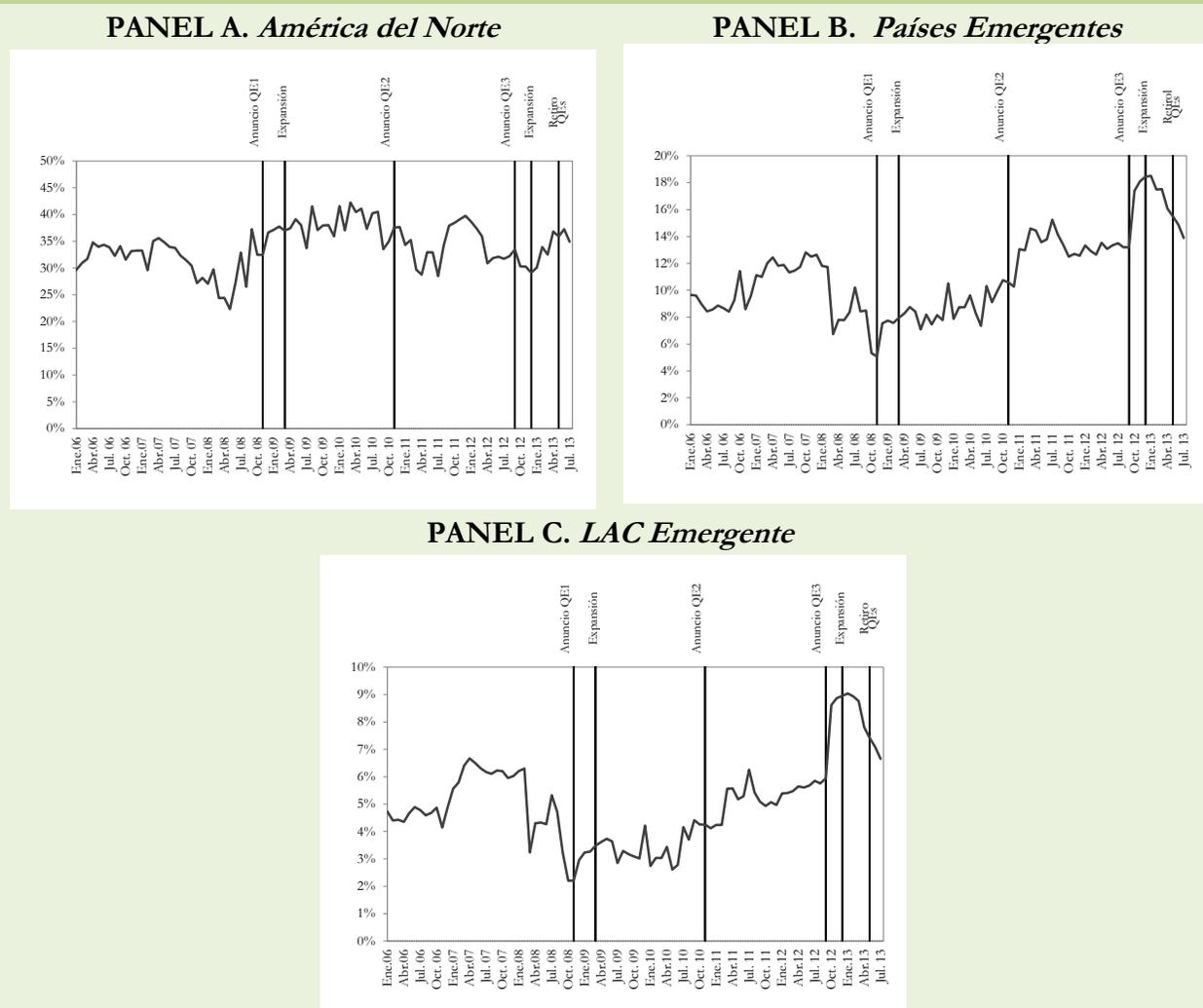


Notas: Los Paneles A y B muestran inyecciones/retiro de diferentes tipos del Fondo de Bonos Internacionales (International Bond Funds) en cada punto del tiempo. En el eje vertical, la información está presentada en millones de dólares estadounidenses, mientras que en el eje horizontal, la información está presentada en términos de activos netos en cada tipo de fondo por mes (puntos porcentuales). Las barras verticales indican fechas relevantes respecto de estímulos monetarios en Estados Unidos (QE por sus siglas en inglés). En orden cronológico son: Anuncio del QE1 (Nov. 2008), expansión del QE1 (Mar. 2009), anuncio del QE2 (Nov. 2010), anuncio del QE3 (Sept. 2012), expansión del QE3 (Dec. 2012), y retiro de los QE (May. 2013). Fuentes: EPFR Global.

En cambio, los fondos globales, los fondos globales emergentes y los fondos regionales emergentes asiáticos experimentaron amortizaciones que no superaron el 5 por ciento del valor total de los activos netos.

Centrémonos ahora en el análisis del comportamiento de los gestores de fondos. Comenzamos analizando las decisiones de asignación de cartera de los gestores de fondos de bonos globales, esto es, fondos que invierten tanto en economías avanzadas como en economías emergentes. El panorama general que se deriva de este análisis es que los gestores de fondos tienden a aproximarse a los bonos de los mercados emergentes, al tiempo que se alejan de los Estados Unidos, en los meses que rodean a las declaraciones de QE expansivas, sobre todo después de las declaraciones QE2 y QE3, mientras que se alejan de las EM y se acercan a los Estados Unidos después de los anuncios contractivos (**Figura A.2**).

FIGURA A.2. Pesos Promedio de Portafolio en Fondos de Bonos Globales

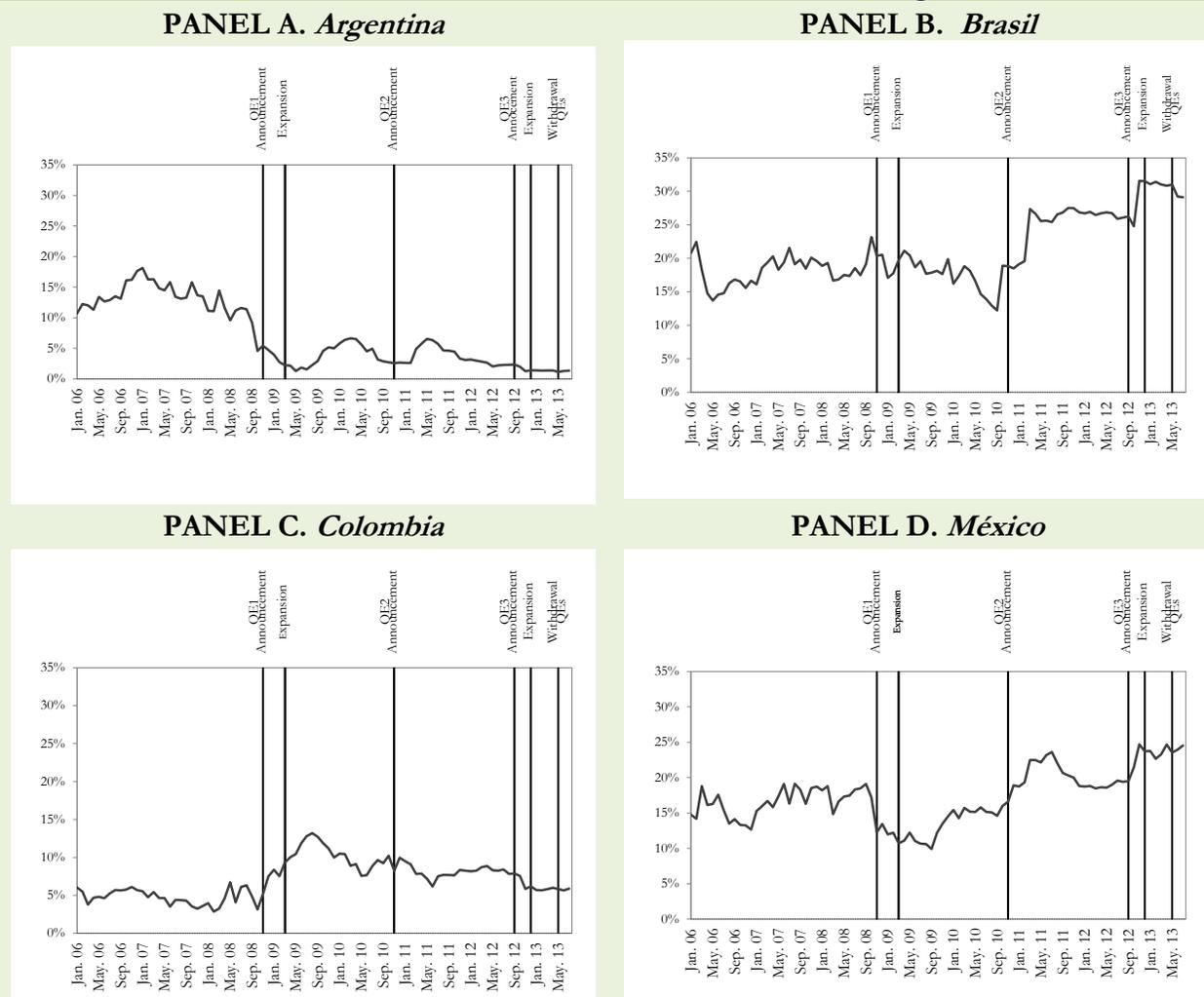


Notas: Los Paneles A-C presentan la evolución de los pesos de portafolio invertidos por fondos mutuos globales de bonos en diferentes regiones entre Enero 2006 y Julio 2013. Las regiones están basadas en la clasificación del EPFR Global. Las barras verticales indican fechas relevantes respecto de estímulos monetarios en Estados Unidos (QE por sus siglas en inglés). En orden cronológico son: Anuncio del QE1 (Nov. 2008), expansión del QE1 (Mar. 2009), anuncio del QE2 (Nov. 2010), anuncio del QE3 (Sept. 2012), expansión del QE3 (Dec. 2012), y retiro de los QE (May. 2013). Fuente: EPFR Global.

No obstante, cabe destacar que los gestores comenzaron a salirse de las EM alrededor de diciembre de 2012, unos pocos meses antes de que se anunciaran las decisiones del FOMC. Es interesante observar que los movimientos de las ponderaciones de las carteras asignadas a los bonos de LAC es muy similar a los de otros mercados emergentes: aumentaron drásticamente después del anuncio QE3, llegaron a la cima en enero de 2013 y desde entonces se han reducido de manera estable.

El reajuste dentro de los fondos regionales de LAC indica que Brasil y México son los países que más se han beneficiado de los anuncios de QE expansivos, mientras que otros países como Argentina y Colombia muestran poca sensibilidad a estas declaraciones (**Figura A.3**). Sin lugar a dudas, Colombia pareció beneficiarse en torno al anuncio QE1, pero no en torno a los anuncios QE2 o QE3. Asimismo, sorprende que haya habido pocos reajustes después del anuncio de mayo de 2013, al que siguió únicamente un ligero alejamiento de los bonos brasileños y un acercamiento a los mexicanos, lo que posiblemente refleje los estrechos lazos comerciales existentes entre México y Estados Unidos.

FIGURA A.3. Pesos Promedio de Portafolio en Fondos de Bonos Regionales de LAC



Notas: Los Paneles A-D muestran inyecciones/retiro de diferentes tipos del Fondo de Bonos Internacionales en cada punto del tiempo. En el eje vertical, la información está en millones de dólares estadounidenses, y en el eje horizontal, la información está en términos de activos netos en cada tipo de fondo por mes (puntos porcentuales). Las barras verticales indican fechas relevantes respecto de estímulos monetarios en EE.UU. (QE por sus siglas en inglés). En orden cronológico: Anuncio QE1 (Nov. 2008), expansión QE1 (Mar. 2009), anuncio QE2 (Nov. 2010), anuncio QE3 (Sept. 2012), expansión QE3 (Dic. 2012), y retiro de los QE (May. 2013). Fuente: EPRF Global.

Referencias bibliográficas

- Adler, G. y C. Tovar (2011). "Foreign Exchange Intervention: A Shield against Appreciation Winds?" IMF Working Paper WP/11/165.
- Aghion, P., P. Bacchetta, R. Rancière, y K. Rogoff (2009), "Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56: pp. 494-513.
- Aguiar, M. y G. Gopinath (2005). "Fire-Sale Foreign Direct Investment and Liquidity Crises," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 87(3): pp. 439-452.
- Aizenman, J y J Lee (2007), "International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", *Open Economies Review*, Vol. 18 (2): pp. 191-214.
- Bank for International Settlements (2005). "Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques, and Implications," BIS Papers, no 24.
- Bank for International Settlements (2013). "Central Bank View on Foreign Exchange Intervention," BIS unpublished paper.
- Becker, C. and M. Sinclair (2004). "Profitability of Reserve Bank Foreign Exchange Operations: Twenty Years after the Float", RBA Research Discussion Paper No 2004-06.
- Bello, O., R. Heresi, y R. Pineda (2010). "El Tipo de Cambio Real de Equilibrio: Un Estudio para 17 Países de América Latina," Serie Macroeconomía para el Desarrollo, No. 82, CEPAL.
- Blonigen, B. (1997) "Firm-Specific Assets and the Link Between Exchange Rates and Foreign Direct Investment" *American Economic Review*, Vol. 87(3): pp. 447-65.
- Bouakez, H. y N. Rebei (2008). "Has Exchange Rate Pass Through Really Declined? Evidence from Canada," *Journal of International Economics*, Vol. 75, pp. 249–267.
- Calderón, C. y T. Didier (2009). "Will FDI Be Resilient in this Crisis?" LCR Crisis Briefs, Office of the Chief Economist for Latin America and the Caribbean, The World Bank, Washington, DC.
- Calvo, G., y C. Reinhart (2002). "Fear of Floating," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.117: pp. 379-408.
- Cárdenas, M., y F. Barrera (1997). "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia during the 1990s," *Journal of Development Economic*, Vol. 54(1): pp. 27-58.
- Cárdenas, M. y E. Levy Yeyati (2010). "Brookings Latin American Economic Perspectives," The Brookings Institution, October.
- Cárdenas, M. y E. Levy Yeyati (2011). "Shifting gears in the world of inflated expectations," The Brookings Institution, April 2011.
- Chung, E., M. Kohler, y C. Lewis (2011). "The Exchange Rate and Consumer Prices," Reserve Bank of Australia September Quarter 2011.
- Daude, C., E. Levy Yeyati, y A. Nagengast (2013). "On the Effectiveness of Exchange Rate Intervention," Mimeo, OECD.
- De Gregorio, J., S. Edwards, y R. Valdés (2000). "Controls on Capital Inflows: Do they Work?" *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol. 63(1), pages 59-83, October.
- De la Torre, A., C. Calderon, T. Didier, E. Levy Yeyati, y S. Schmukler (2010). "Globalizada, Resistente, Dinámica: La nueva cara de LAC," Banco Mundial, LAC Informe Semestral (Octubre).
- De la Torre, A., T. Didier, y S. Pienknagura (2012). "América Latina Hace Frente a la Volatilidad, El Lado Oscuro de la Globalización," Banco Mundial, LAC Informe Semestral (Abril).

- De la Torre, A. A. Ize, y S. Schmukler (2011). “El desarrollo financiero en LAC: el camino por delante.” Banco Mundial, Estudios del Banco Mundial sobre América Latina y el Caribe.
- De la Torre, A., E. Levy Yeyati, y S. Schmukler (2003). “Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina’s Currency Board,” *Economía*, Vol. 5 (2): pp. 43-99.
- De la Torre, E. Levy Yeyati, y S. Pienknagura (2013). “América Latina y el Caribe sin vientos a favor: en busca de un crecimiento mayor.” Banco Mundial, LAC Informe Semestral (Abril).
- De la Torre, A., J. Messina, y S. Pienknagura (2012). “El papel del mercado laboral en la transformación de América Latina,” Banco Mundial, LAC Informe Semestral (Octubre).
- Echavarría, J., L. Melo, S. Tellez, y M. Villamizar (2013). “The Impact of Pre-Announced Day-to-Day Interventions on the Colombian Exchange Rate,” BIS Working Paper No 428.
- Edwards, S. (1999). “How Effective Are Capital Controls?,” *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Vol. 13 (4), pp. 65-84.
- Eichengreen, B. y P. Gupta (2012). “The Real Exchange Rate and Export Growth: Are Services Different?,” MPRA Paper 43358, University Library of Munich, Germany.
- Fajnzylber, P., y H. Lopez (2008). *Remittances and Development: Lessons From Latin America*, The World Bank.
- Freund, C. y M. Pierola (2008). “Export Surges: The Power of a Competitive Currency,” World Bank Policy Research Working Paper 4750.
- Friedman, M. (1953). “The Case for Flexible Exchange Rates.” In *Essays in Positive Economics*, edited by Milton Friedman. Chicago: University of Chicago Press, 157–203.
- Gallego, F. y F. Hernández (2003). “Microeconomic Effects of Capital Controls: The Chilean Experience During the 1990s,” *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 8 (3): pp. 225-253.
- García-Verdu, S. y M. Zerecero (2013). “On Central Bank Interventions in the Mexican Peso/Dollar Foreign Exchange Market,” BIS Working Paper No 429.
- Ghosh, A. (2013). “Exchange Rate pass-through, Macro Fundamentals and Regime Choice in Latin America,” *Journal of Macroeconomics*, Vol. 35, pp. 163–171.
- Glüzmán, P., E. Levy Yeyati, y F. Sturzenegger (2012). “Exchange Rate Undervaluation and Economic Growth: Díaz Alejandro (1965) Revisited,” *Economics Letters*, Vol. 117(3): pp. 666-672.
- Hausmann, R., U. Panizza, y E. Stein (2001). “Why do countries float the way they float?,” *Journal of Development Economics*, Vol. 66 (2): pp. 387-414.
- Hausmann, R., L. Pritchett, y D. Rodrik (2005). “Growth accelerations,” *Journal of Economic Growth*, Vol. 10 (4): pp. 303-329.
- Imbs, J., y I. Mejean (2010). “Trade Elasticities: A Final Report for the European Commission,” *European Economy - Economic Papers 432*, Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- International Monetary Fund (2013). “External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background,” IMF Research Department.
- Jeanne, O. y R. Rancière (2011). “The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications,” *Economic Journal*, Vol. 121 (555): pp. 905-930.
- Johnson, S., J. Ostry, y A. Subramanian (2006). *Levers for growth: Policy lessons from earlier bouts of growth in developing countries*. Finance and Development, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Jurgensen, P. (1983). “Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report].” Washington, DC: U.S. Treasury Department.

- Kee, H., A. Nicita, y M. Olarreaga (2008). "Import Demand Elasticities and Trade Distortions," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 90 (4): pp. 666-682.
- Lane, P.R. y G.M. Milesi-Ferretti (2007), "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics* Vol. 73, November: pp. 223-250.
- Kohlschee, E. (2013). "Order Flow and the Real: Indirect Evidence of the Effectiveness of Sterilized Interventions," BIS Working Paper No 426.
- Krugman, P. (2000). "Fire-Sale FDI," in *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies*, edited by S. Edwards. Chicago, IL: The University of Chicago Press, pp. 43-60.
- Lahura, E. y M. Vega (2013). "Asymmetric Effect of FOREX Intervention Using Intraday Data: Evidence in Peru," BIS Working Paper No 430.
- Lederman, D. (2011). "Large Devaluations, Foreign Direct Investment and Exports : A Speculative Note," World Bank Policy Research Working Paper 5619.
- Levy Yeyati, E. (2008). "The Cost of Reserves," *Economic Letters*, Vol. 100 (1): pp. 39-42.
- Levy Yeyati, E., S. Schmukler, y N. van Horen (2004). "The Price of Unconvertible Deposits: The Stock Market Boom during the Argentine Crisis," *Economic Letters*, Vol. 83 (1), pp. 7-14.
- Levy Yeyati, E., S. Schmukler, y N. Van Horen (2008). "Crises, capital controls, and financial integration," *The World Bank Policy Research Working Paper Series* 4770.
- Levy Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2010) "Monetary and Exchange Rate Policy," *Handbook of Development Economics* Vol. 5: *The Economics of Development Policy*, (D. Rodrik and M. Rosenzweig, eds.), Elsevier, 2010.
- Levy Yeyati, E. y T. Williams (2012). "'Emerging economies in the 2000s: Real decoupling and financial recoupling," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31 (8): pp. 2102-2126.
- Mihaljek, D. y Klau, M. (2008). "Exchange Rate Pass Through in Emerging Market Economies: What has Changed and Why," In *Bank of International Settlements, Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies*.
- Murchison, S. (2009). "Exchange Rate Pass through and Monetary Policy: How Strong is the Link," *Bank of Canada Working Paper* 2009-29, October.
- Newman, V., C. Potter, y M. Wright (2011). "Foreign Exchange Market Intervention," *RBA Bulletin* December 2011, pp. 67-76.
- Obstfeld, Maurice, 2002. "Exchange Rates and Adjustment: Perspectives from the New Open-Economy Macroeconomics," *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Vol. 20 (S1): pp. 23-46.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh, y A. Taylor (2010). "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2 (2): pp. 57-94.
- Pincheira, P. (2013). "Interventions and Inflation Expectations in an Inflation Targeting Economy," BIS Working Paper No 427.
- Rajan, R. y A. Subramanian (2011). "Aid, Dutch Disease, and Manufacturing Growth," *Journal of Development Economics*, 94 (1) (2011), pp. 106-118
- Rodrick, D. (2008). "The Real Exchange Rate and Economic Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 39(2): pp. 365-439.
- Sarno, L., y M. P. Taylor (2001). "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?" *Journal of Economic Literature* Vol. 39: pp. 839–68.

Serven, L. (2003) “Real-exchange-rate Uncertainty and Private Investment in LDCS,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85(1): pp. 212–218

Tokarick, S. (2010) “A Method for Calculating Export Supply and Import Demand Elasticities,” IMF Working Paper WP/10/180.



BANCO MUNDIAL

**Banco Mundial
1818 H Street, NW,
Washington, DC 20433, USA.**

www.worldbank.org/laceconomist

