



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





## 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 tipos de interés 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 las siglas inglesas 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 intensificación de la volatilidad de los flujos de capitales y los precios de los activos financieros —incluidos los intereses 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? El informe evalúa esta importante pregunta y aporta un punto de vista optimista, pero sujeto a matices. Para empezar, el 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 por 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 shocks 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 cotizaciones.*

*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 objetivos 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 anticíclica 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 nacionales, 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 “en busca de gangas”.

Los detractores de esta postura podrían apuntar al hecho de que los bancos centrales de LAC que tienen objetivos 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 autoseguro. Además, y este es el foco de 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 objetivos 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 objetivos de inflación durante la última década han generado costes 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 objetivos 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 objetivos de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, que dan cuenta del 70-80 por ciento de la población y el PIB 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 anticíclica es casi inexistente debido al sobreendudamiento 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 ahorros fiscales sustanciales a los que pueden recurrir en caso de necesidad.*

*En resumen, con respecto a la capacidad de absorber shocks 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 anticíclicas 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 ahorro escaso y productividad baja que frenaría el ritmo del progreso social seguido 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.*