

AMÉRICA LATINA RECORRE UN ESTRECHO CAMINO AL CRECIMIENTO

LA DESACELERACIÓN Y SUS RETOS MACROECONÓMICOS



BANCO MUNDIAL

BIRF • AIF | GRUPO BANCO MUNDIAL

América Latina y el Caribe

Oportunidades para todos

ABRIL 2015

Reporte Semestral de la Oficina del Economista Jefe Regional

América Latina recorre un estrecho camino al crecimiento: la desaceleración y sus retos macroeconómicos

Resumen Ejecutivo

Tras casi una década de fuerte desempeño durante los años 2000, el crecimiento económico en América Latina y el Caribe (LAC, por sus siglas en inglés) se ha desacelerado en los últimos años. Desde el año 2011 y por cuatro años consecutivos, el crecimiento promedio de la región no ha dejado de desacelerarse, pasando de casi el 4 por ciento a alrededor del 1 por ciento en 2014 y a aproximadamente el 0,8 por ciento previsto para el 2015.

La aguda desaceleración de LAC se ubica al final del gran ciclo de China, que comenzó cuando dicho país se unió a la Organización Mundial del Comercio a principios de los años 2000. Con el tirón del inusual crecimiento chino —que fue a su vez el resultado del efecto combinado de un enorme salto hacia la frontera de posibilidades de producción y de una rápida expansión de dicha frontera debida al crecimiento de la productividad y a una muy acelerada acumulación de factores—, el crecimiento de LAC experimentó el mayor desempeño de los últimos 40 años y capeó con éxito notable la crisis global más grande desde la Gran Depresión. No obstante, cuando el crecimiento chino finalmente chocó contra su inevitable techo a comienzos de 2011, el crecimiento de LAC también se deterioró.

Cabe destacar que la actividad económica se ralentizó más rápidamente en LAC que en las demás regiones emergentes. Esta desaceleración amplificada refleja el papel crucial que los precios de las materias primas juegan en la región. La inversión tuvo su auge cuando los precios de las materias primas aumentaron la rentabilidad de los nuevos proyectos petroleros, mineros y agrícolas, y después se colapsó (especialmente en el caso del petróleo y los minerales) cuando la reducción de los precios de las materias primas redujo la rentabilidad o incrementó los riesgos. La gran dependencia de las materias primas de la región explica por qué la ralentización más drástica del crecimiento estuvo acompañada de fluctuaciones más marcadas de los precios de los activos (incluidos los precios de las acciones y los tipos de cambio) que en otras regiones. La preponderancia de las materias primas también se ve reflejada en la muy alta correlación entre los precios de las mismas y los índices bursátiles

de muchos países del Cono Sur, entre los que destacan Chile y Perú. No en vano, estos países experimentaron el efecto amplificador de la inversión en su máxima expresión.

En general, en los países cuyos términos de intercambio empeoraron (sobre todo los países exportadores de materias primas de América del Sur que tras la crisis financiera global lideraron la región en términos de crecimiento), el crecimiento se está deteriorando debido a la reducción de los precios de las materias primas y al debilitamiento de la demanda de China. Así, son estos los países que han determinado la ralentización en la región. En cambio, los países cuyos términos de intercambio mejoraron (sobre todo los países importadores de materias primas de América Central y el Caribe, en los que la crisis financiera global de 2008-2009 hizo estragos) se enfrentan ahora a un entorno exterior más propicio y sus tasas de crecimiento, estables o en proceso de mejoría, son en general superiores al promedio regional. Este es también el caso de México, que ahora se está beneficiando del empuje derivado de la consolidación de la recuperación de la economía estadounidense.

De cara al futuro, la evidencia existente indica que los shocks externos derivados de la desaceleración china y los cambios en los términos de intercambio son permanentes, lo que apunta decididamente en la dirección de una reducción permanente del crecimiento para la región en su conjunto. Parece poco probable que China vuelva a experimentar un auge del crecimiento de las proporciones épicas que se dieron durante la primera década del siglo XXI. Más bien, China parece estar estabilizándose en torno a una trayectoria de crecimiento más bajo pero más sostenible en la que el consumo jugará un papel más relevante. Pese a que el crecimiento estadounidense ha repuntado, hay dudas acerca de cuánto durará esta situación, especialmente a la luz de la lenta recuperación europea, cuyas perspectivas siguen siendo inciertas, y de la continua apreciación del dólar con respecto a otras monedas. También parece poco probable que los precios de las materias primas se recuperen rápidamente o que, en caso de permanecer bajos, logren por sí solos impulsar el crecimiento mundial. Por lo tanto, el crecimiento más moderado de China y las proyecciones cautas de crecimiento del G-7 apuntan a un crecimiento promedio en LAC del orden del dos al dos y medio por ciento, una “nueva normalidad” solo marginalmente por encima de la tasa de crecimiento de la región previa al comienzo del gran ciclo chino.

Cabe destacar que solo ahora parece que la permanencia de la desaceleración del crecimiento se está asentando en las mentes de la mayoría de los consumidores de LAC e incluso de los gobiernos. De hecho, la tasa de ahorro interno de la región comenzó a reducirse en 2010-2011, durante la recuperación de la crisis financiera global, lo que sugiere que los consumidores percibieron la recuperación como permanente. El mayor uso de ahorro externo (y el aumento del déficit por cuenta corriente) financió un repunte de la inversión (con respecto al PIB) que la devolvió a los niveles alcanzados durante el periodo de auge de 2003-2008. No obstante, la tasa de ahorro regional siguió cayendo durante la fase de desaceleración de 2012-2015, lo que indica que los consumidores pensaron que dicha desaceleración sería transitoria. Sin embargo, en este caso, el recurso de la región al ahorro externo (mediante un crecimiento adicional del déficit por cuenta corriente) se destinó a financiar el consumo en lugar de la inversión. El hecho de que los mercados laborales se hayan mantenido boyantes hasta hace poco, junto a la inercia de los salarios, ha contribuido a impulsar el consumo pese a la reducción de la producción. Probablemente los gobiernos también tuvieron percepciones erróneas similares. Muchas autoridades fiscales se embarcaron en una segunda ronda de expansiones fiscales cuando sus economías comenzaron a desacelerarse. El vigor de dichas expansiones ante las disminuciones sostenidas de los ingresos fiscales, que generó un empeoramiento sustancial de las posiciones fiscales (sobre el que hablaremos más adelante), indica que el shock no se percibió como permanente.

Las respuestas de política de LAC a la desaceleración deben ahora encontrar un equilibrio adecuado entre el ajuste a corto plazo —la transición macroeconómica a un nuevo tipo de cambio real de equilibrio— y la reactivación del crecimiento. Sin embargo, las respuestas de política necesariamente dependerán de la dirección en que los países se vean afectados por el shock. Así, los países que hayan recibido un impacto positivo —esto es, que hayan experimentado mejoras en los términos de intercambio y se hayan beneficiado de la mayor demanda externa procedente de Estados Unidos— están siendo mucho menos afectados que los países que han recibido un impacto negativo, es decir, que han padecido un deterioro en sus términos de intercambio y sufrido las consecuencias del debilitamiento de la demanda china. Asimismo, las respuestas de política deben reflejar los instrumentos disponibles. Quienes tienen menos holgura en este ámbito son los países exportadores de materias primas sin flexibilidad del tipo de cambio y con amortiguadores fiscales débiles. Por último, las respuestas de política dependen del margen disponible para medidas contracíclicas fiscales o monetarias. Sin embargo, ya sea debido a una percepción errónea de la naturaleza del shock o a

restricciones estructurales más profundas, el espacio necesario para un manejo holgado de política tiende a ser escaso en LAC.

Los bancos centrales de los países exportadores de materias primas de la región, en especial de aquellos con un marco de metas de inflación, están siendo sometidos a difíciles tensiones de política, pues las presiones inflacionistas son cada vez mayores, lo que impide que la política monetaria se relaje pese a la tendencia a la baja de la actividad económica. Esta “enorme falta de coincidencia divina” (mediante la cual el tipo de interés necesario para mantener la inflación bajo control no coincide con el que minimizaría la caída de la actividad económica) probablemente será el primer episodio de este tipo al que los bancos centrales de LAC se enfrentarán como grupo desde la incorporación de metas de inflación. Pese a que las presiones inflacionistas se derivan claramente de la depreciación del tipo de cambio generada por la fortaleza del dólar y las reducciones de los términos de intercambio, su vigor ha resultado sorprendente. La intensificación del efecto de transmisión de las devaluaciones cambiarias hacia los precios podría deberse a que las depreciaciones en curso son percibidas cada vez más como permanentes en lugar de transitorias.

En un escenario de credibilidad máxima de la política monetaria, los incrementos de precios generados por la depreciación del tipo de cambio deberían producirse de una sola vez. Por tanto, bajo estas circunstancias, una política monetaria acomodaticia ayudaría a amortiguar la desaceleración al tiempo que contribuiría a reavivar la inversión y el crecimiento. No obstante, el riesgo de una segunda ronda de aumentos de precios y salarios podría ser lo suficientemente elevado para justificar una política monetaria estricta (pese al debilitamiento de la actividad económica interna) destinada a mantener las expectativas inflacionistas a raya. Además, el margen para la política monetaria en la región está restringido porque la mayoría de los bancos centrales se están topando contra sus metas de inflación y los mercados laborales siguen siendo bastante apretados. Asimismo, las depreciaciones drásticas del tipo de cambio podrían estresar a las empresas dado el aumento reciente de su endeudamiento en dólares (que en buena parte es la contrapartida de la disminución del ahorro interno durante el periodo de recuperación de la crisis), lo cual, a su vez, podría reducir más el margen de los bancos centrales para bajar los tipos de interés.

Dada la falta de margen de maniobra por el lado monetario, expansiones fiscales, en principio, podrían usarse para evitar que la actividad económica se desmorone. Sin embargo, también en este caso el

margen de maniobra parece estar limitado. Los índices de sostenibilidad fiscal, excelentes antes de la crisis, se han deteriorado en toda la región hasta el punto de volverse problemáticos en algunos países. Paralelamente, los paquetes de estímulos fiscales de muchos países han estado sesgados hacia las transferencias y el gasto en consumo en lugar de hacia el gasto en inversión, lo que pone en duda su capacidad de promover el crecimiento. Una explicación posible de dichos sesgos podría tener que ver con el tamaño relativamente pequeño (dados los estándares internacionales) de los gobiernos de LAC, que a su vez refleja la escasa magnitud de los ingresos públicos. Así, el típico gobierno pequeño de LAC podría haber reprimido gastos muy necesarios en servicios sociales hasta que las restricciones del gasto se relajaron para implementar los estímulos fiscales. Sin embargo, la evidencia apunta en la dirección opuesta, esto es, hacia sesgos estructurales de gasto, puesto que fueron precisamente los gobiernos más grandes de la región los que tendieron a embarcarse más en gastos orientados al consumo. De hecho, solo unos pocos países de la región (entre los que destaca Chile, pero también Bolivia y Perú) tienen en este momento un margen fiscal razonable, lo que se debe en gran medida al elevado ahorro de los últimos años que a su vez redujo la deuda gubernamental y/o la acumulación neta de reservas internacionales.

Por lo tanto, parece que ha llegado el momento de que la región se esfuerce para aumentar el margen de maniobra de las políticas macroeconómicas. Por el lado monetario esto implica una mayor flexibilidad para permitir desviaciones temporales de la tasa de inflación de su meta cuando se produzcan shocks de oferta. Mientras que un aumento adicional de credibilidad podría en muchos casos ser una condición indispensable, cabe preguntarse hasta qué punto también convendría ampliar el ancho de las bandas de las metas de inflación. Por el lado fiscal, el margen de maniobra de las políticas podría incrementarse mediante la introducción o el fortalecimiento de reglas fiscales, estabilizadores automáticos, etc. Sin embargo, una lección crucial extraída de la experiencia reciente es que, para que estos mecanismos resulten efectivos, hay que valorar correctamente la naturaleza transitoria o permanente de los shocks.

Asimismo, existe una necesidad complementaria de movilizar el ahorro en la región, un aspecto en el que este informe hace un hincapié novedoso. La clave es que unas tasas de ahorro mayores darían más margen de maniobra a las políticas fiscal y monetaria, pues ayudarían a evitar aprietos macroeconómicos como los que acucian en este momento a algunos países de la región. Además, hay cada vez más evidencia según la cual el ahorro también es importante para el crecimiento,

especialmente en países de ingreso mediano con déficits persistentes de cuenta corriente. El ahorro interno puede promover el crecimiento tanto mediante la depreciación del tipo de cambio real de equilibrio (que a su vez impulsa la competitividad) como a través de una menor dependencia del ahorro externo, que disminuye el costo del capital y mejora la sostenibilidad del crecimiento. En lo que respecta a este último tema, el informe sostiene que, dadas políticas adecuadas, el giro hacia el consumo del gasto de China podría tener un impacto no desdeñable sobre el crecimiento de LAC al aumentar las tasas de ahorro de la región y, por tanto, depreciar sus tipos de cambio reales.

Se necesita claramente un fortalecimiento fiscal que enfatice la reestructuración profunda de las finanzas públicas para que el gasto público sea más eficiente y más orientado al crecimiento. Por supuesto, la situación actual no es la idónea para llevar a cabo un gran ajuste fiscal. No obstante, la movilización del ahorro público y privado debería ser una parte central de la agenda futura de reformas promotoras del crecimiento y la estabilidad macroeconómica. No cabe duda de que la movilización del ahorro plantea una agenda amplia y ambiciosa que implica acciones simultáneas en muchos frentes, incluidos el fiscal, el financiero y el de protección social. Si bien los escépticos con respecto a la posibilidad de cambiar significativamente la tasa de ahorro tienen en parte razón (ciertamente no es fácil aumentar el ahorro), la proposición de que el ahorro está más allá del alcance de las políticas y que, por tanto, no puede ser considerado en una agenda realista de políticas, es insostenible. Por supuesto, la movilización del ahorro no puede hacerse en un solo día y la implementación de una agenda agresiva orientada hacia ese fin en medio de una desaceleración podría no ser aconsejable. Sin embargo, debería desde ya ser integrada en la agenda de política y la definición de prioridades regionales para el crecimiento.