

WESTERN UNION



Western Union, Fráncfort, Alemania: Las remesas procedentes de economías avanzadas, como Alemania, suelen complicar la formulación de la política monetaria en los países receptores.

Problemas con la transmisión

Adolfo Barajas, Ralph Chami, Christian Ebeke y Anne Oeking

Los grandes flujos de remesas limitan la capacidad de un país para conducir la política monetaria

MUCHAS economías en desarrollo y de mercados emergentes están modernizando la conducción de la política monetaria para que sea más transparente y anticipativa, poniendo más énfasis en la flexibilidad del tipo de cambio, un objetivo de inflación explícito y un mayor uso de la tasa de interés a corto plazo como el instrumento de política.

Pero para obtener resultados, estos países deben contar con un buen “mecanismo de transmisión”, de modo que los cambios que haga el banco central en la tasa de política monetaria se propaguen por toda la economía y, en última instancia, influyan en las decisiones de gasto de los hogares y las empresas. Según varios estudios recientes, este mecanismo de transmisión está ausente o funciona muy mal en los países de menor ingreso.

Hemos detectado el mismo defecto en el mecanismo de transmisión de las economías de mediano ingreso y de mercados emergentes que son grandes receptores de remesas; es decir, el dinero que los emigrantes les envían a sus familias. Las autoridades de esas economías deberían tomar conciencia de las dificultades que enfrentan en la conducción de una política monetaria plenamente moderna y, posiblemente, estudiar medidas para reforzar el mecanismo de transmisión u otros enfoques que faciliten esa conducción.

Remesas elevadas y crecientes

La afluencia de remesas internacionales de trabajadores es algo típico en muchas economías en desarrollo y de mercados emergentes. A nivel mundial, los indicadores oficiales de estos flujos muestran una persistente tendencia al alza, de

montos insignificantes en 1980 a aproximadamente USD 588.000 millones en 2015; de ese total, USD 435.000 millones estaban destinados a economías en desarrollo. Como fuente de fondos externos en los últimos años, las remesas de trabajadores representan en promedio casi 2% del PIB de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en tanto que la inversión extranjera directa (IED) representa 3%, la inversión de cartera roza 1% y las transferencias oficiales (ayuda externa) superan apenas ½%. En 2014, alrededor de 115 países recibieron remesas equivalentes como mínimo a 1% del PIB, y 19 recibieron el equivalente a 15% o más. En comparación con el capital privado o la ayuda oficial, las remesas son más estables —su volatilidad cíclica es sensiblemente menor— y sufrieron una contracción mucho más leve tras la crisis financiera internacional que comenzó en 2008.

En algunos países, las remesas eclipsan otros flujos externos. Por ejemplo, en 2015, la afluencia de remesas en Jordania —uno de los 30 receptores más grandes de los últimos años— representó aproximadamente 9% del PIB, más del cuádruple de la afluencia de IED y tres veces y media la colocación privada de eurobonos.

Aunque es innegable que las remesas aportan beneficios tangibles al país receptor, dado que apuntalan el ingreso y el consumo de las familias de los remitentes en el país de origen, también cabría esperar que la llegada de flujos de tal magnitud año tras año tuviera efectos sustanciales en la economía global, y no necesariamente benéficos en todos los casos. Una encuesta de estudios económicos (Chami *et al.*, 2008) revela que las remesas tienen efectos mensurables en los tipos de cambio, la sostenibilidad de la política de tributación y gasto (fiscal), las instituciones y la gobernanza, el crecimiento económico a largo plazo y la política monetaria. Varios estudios muestran que la afluencia persistente de remesas ejerce una presión al alza en el tipo de cambio real a largo plazo, lo cual encarece los bienes que la economía receptora exporta. Más allá del efecto en los tipos de cambio y las exportaciones de bienes transables, estos flujos son un canal que puede transmitir shocks de los países originadores a los países receptores de las remesas y que vincula sus ciclos económicos. Durante la reciente crisis internacional, por ejemplo, las fuertes desaceleraciones que sufrieron las economías avanzadas (originantes) se transmitieron a las economías de ingreso bajo y mediano (receptoras) porque los trabajadores podían enviar menos dinero a sus familiares (Barajas *et al.*, 2012). En los últimos tiempos, la caída de los precios del petróleo ha producido un efecto de transmisión parecido desde los países productores de petróleo del golfo Pérsico a los correspondientes países beneficiarios, que son principalmente importadores de petróleo de Oriente Medio y de la región del Norte de África.

En términos de la política fiscal, se dan factores positivos y negativos para un país que recibe una corriente abundante y constante de remesas a lo largo del tiempo. Las remesas amplían directamente la base tributaria, lo cual promueve la sostenibilidad fiscal al evitar una situación de deuda pública en permanente expansión. Pero, a la vez, pueden trastocar el comportamiento de los gobiernos. Primero, y en cierta medida paradójicamente, la propia expansión de la base de recaudación puede distorsionar los incentivos del gobierno, reduciendo los costos de un gasto improductivo. Segundo, el ingreso suplementario que las remesas representan para los hogares les permite comprar más bienes

que reemplazan a los servicios públicos y reduce el incentivo para exigir al gobierno la rendición de cuentas.

Efecto en la política monetaria

La mayoría de los estudios sobre las remesas presumen un sistema financiero y un mecanismo de transmisión en orden, condiciones que no necesariamente existen en estos países. En otras palabras, los estudios parten del supuesto de que cuando las autoridades cambian la tasa de interés rectora, el cambio se transmite de manera efectiva a otras tasas de la economía y termina influyendo en el otorgamiento de crédito por parte de los intermediarios financieros y en las decisiones de gasto de hogares y empresas.

Decidimos analizar si esta es una representación fiel del entorno de la política monetaria en los países que son grandes receptores de remesas. Si no hay un mecanismo de transmisión en los países beneficiarios, las autoridades tendrán más dificultades para dirigir una política monetaria independiente y anticipativa valiéndose de la tasa de interés (Barajas *et al.*, 2016).

Los flujos de remesas pueden ser un obstáculo a una buena gestión.

En los países de bajo ingreso, hay cada vez más indicios de que la transmisión de la política monetaria es sustancialmente más débil que en las economías avanzadas. Aunque puede encontrarse en marcha una variedad de canales de transmisión, Mishra, Montiel y Spilimbergo (2012) sostienen que como consecuencia de la falta de desarrollo de los mercados de títulos, la integración imperfecta con los mercados financieros internacionales y el fuerte control de los tipos de cambio, los préstamos bancarios probablemente sean el único canal en funcionamiento en los países más pobres. Una variación de la tasa de política monetaria se propaga por todo el mercado de títulos a corto plazo y termina afectando a los costos de los fondos para los bancos en el margen y, por ende, en su capacidad de préstamo a entidades privadas, ya sean particulares o empresas.

Sin embargo, hasta el canal de crédito bancario puede verse seriamente afectado si hay poca competencia en el sector bancario, si la calidad de las instituciones es deficiente, si los mercados interbancarios están subdesarrollados y si falta información sobre la calidad de los prestatarios. Estos factores conspiran para obstaculizar la transmisión de los movimientos de la tasa de política monetaria a corto plazo al costo de los fondos para la banca.

Las remesas, que son comunes no solo en los países de bajo ingreso sino también en una variedad de economías de mediano ingreso y de mercados emergentes, también pueden influir en la conducción de la política monetaria, de dos maneras. Primero, las remesas mejoran los balances bancarios al crear una base de depósitos estable y básicamente gratuita, ya que en gran medida no son sensibles a las tasas de interés. En igualdad de condiciones, los países beneficiarios suelen tener sistemas bancarios más grandes. Por lo tanto, como el depósito de remesas incrementa el volumen de la intermediación financiera, las remesas presuntamente contribuirán a reforzar la transmisión de la política

monetaria. Después de todo, cuantos más servicios financieros se usen en una economía, más fuerte será el efecto previsto de las fluctuaciones del crédito bancario en la actividad económica.

Por otra parte, si bien los bancos podrían recibir mucho más financiamiento prácticamente gratuito año tras año gracias al depósito de remesas, eso no significa que vayan a aumentar el crédito al sector privado en idéntica proporción. Las economías receptoras de remesas —la mayor parte de las del mundo en desarrollo— a menudo sufren una serie de problemas, como un entorno institucional y regulatorio frágil y una falta de prestatarios solventes. De hecho, como ya señalamos, los flujos de remesas pueden ser un obstáculo a una buena gestión. Este endeble entorno crediticio explica la renuencia de los bancos a otorgar préstamos fuera de un grupo muy limitado de prestatarios “sólidos”, algo que la existencia de financiamiento adicional no soluciona. Entonces, los bancos de los países beneficiarios tienden a acumular más activos líquidos, excedentes de reservas y títulos públicos que los de los países no receptores (véase el gráfico 1). En consecuencia, como la liquidez abunda, no se forma un mercado interbancario, en el cual las instituciones que necesitan fondos a corto plazo los toman prestados de las que mantienen excedentes. Como la tasa de política monetaria pretende influir en el costo marginal de los fondos para los bancos, el efecto de los movimientos de la tasa de política monetaria se atenúa o se desvanece si prácticamente no existe un mercado interbancario. El canal de crédito bancario queda bloqueado.

Menor transmisión monetaria

Nuestro análisis empírico confirma que, a medida que las remesas aumentan, la transmisión monetaria mediante el canal del crédito bancario se debilita sensiblemente. A partir de una muestra de 58 países del mundo entero entre 1990 y 2013 se deduce que la fuerza de transmisión, medida como el efecto directo de una variación de la tasa de política monetaria en la variación de las tasas bancarias activas, disminuye de manera

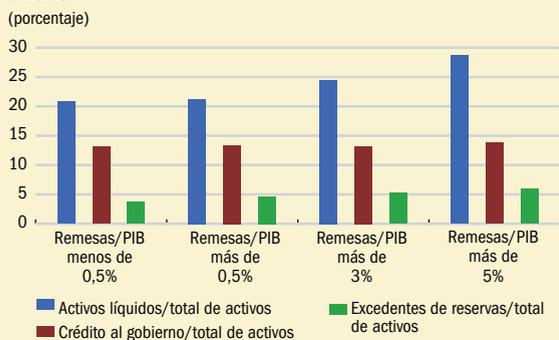
continua a medida que aumenta el volumen de remesas. En los países que no reciben remesas y donde existe competencia bancaria, una variación de la tasa de política monetaria se transmite a la tasa bancaria activa en casi 90%. Por el contrario, en una economía que recibe 5% del PIB anualmente en remesas, se transmite apenas alrededor de 4% de la misma variación de la tasa activa, aunque haya competencia dentro del sistema bancario. De hecho, cuando las remesas alcanzan 7,6% del PIB, la tasa de política monetaria no influye en las tasas bancarias activas. Si no hay competencia bancaria, el punto de inflexión coincide con un nivel mucho más bajo de remesas; a saber, 1,2% del PIB (véase el gráfico 2).

Según el llamado trilema de la política económica, un país que permite la libre entrada y salida de capitales y mantiene un tipo de cambio fijo tiene muy poca capacidad de conducción de una política monetaria independiente. Generalmente, si el gobierno intenta influir en la tasa de interés interna, genera flujos de capital rápidos y voluminosos (ya sea entradas o salidas, según si las tasas de interés suben o bajan) que en última instancia contrarrestan su acción. Nuestros resultados llevan a pensar que podría existir un trilema paralelo ante la presencia de remesas, pero por otra razón. A diferencia de los flujos de capital, las remesas son insensibles a las variaciones de las tasas de interés internas. Su presencia constante debilita la política monetaria, no porque las autoridades no puedan influir en las tasas de interés internas, sino porque es poco probable que la tasa de política monetaria se transmita a las decisiones que afectan a la actividad económica interna. Por esa razón, los países receptores de remesas podrían optar por replantearse las aspiraciones a una política monetaria plenamente independiente. De hecho, según algunos estudios, una mayor afluencia de remesas está efectivamente asociada a una mayor intervención en los mercados de divisas, ya sea para fijar del todo el tipo de cambio o para controlar sus fluctuaciones.

Gráfico 1

Abundancia de efectivo

Los bancos de las economías con grandes volúmenes de remesas suelen acumular más activos líquidos, títulos públicos y excedentes de reservas que los bancos de las economías con remesas pequeñas o nulas.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; encuesta de bancos centrales, y cálculos de los autores.

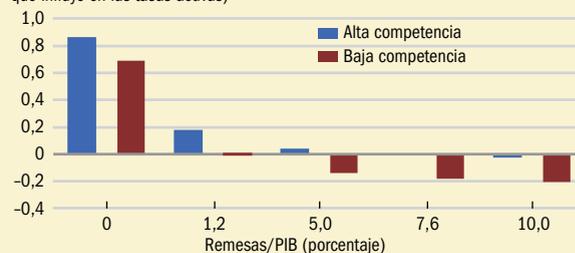
Nota: Los datos abarcan el período 1997-2007. El tamaño de la muestra es de 101 países (excedentes de reservas), 112 países (crédito al gobierno) y 123 países (activos líquidos).

Gráfico 2

Señal atenuada

Cuanto más voluminosas son las remesas y menor competencia hay en el sistema bancario, menos influye una variación de la tasa de interés de política monetaria en las tasas bancarias activas.

(proporción de una variación de 1 punto porcentual de la tasa de política monetaria que influye en las tasas activas)



Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: Los resultados se basan en una muestra de 58 países entre 1990 y 2013. La competencia se basa en el índice Lerner, que mide el sobreprecio bancario; es decir, la diferencia entre el precio del producto bancario y los costos marginales. Cuanto más alto es el valor del índice, menos competencia hay en el sistema bancario. “Baja competencia” indica los años-país en que el índice Lerner del sistema bancario estuvo por encima de la mediana transnacional, y “alta competencia” indica la época en que el índice Lerner estuvo por debajo de la mediana.

Opciones para la política

Esta determinación podría llevar a la conclusión de que, sin llegar a abandonar la independencia monetaria, un país receptor debería apuntar a las remesas, ya que su presencia constante en parte contribuye a neutralizar el impacto de la política monetaria. En particular, podría existir la tentación de intentar controlar o recortar la entrada de remesas. Sin embargo, recortar la entrada de remesas no sería práctico —ya que encontrarían canales en el mercado paralelo— y además privaría a la economía de los efectos que ejercen como seguro y mitigante de la pobreza en los hogares receptores.

Lo que deberían hacer los países es estudiar alternativas a las tasas de interés a corto plazo, sin dejar de aspirar a un marco más transparente y anticipativo. Una opción es exigir que los depósitos (reservas) que los bancos mantienen en el banco central sean suficientemente elevados como para ser vinculantes, restableciendo así cierto control sobre los préstamos bancarios. Naturalmente, la contracara sería una reducción del crédito al sector privado. Otra opción es tributar el exceso de liquidez de los bancos (efectivo o activos fácilmente convertibles en efectivo, como los títulos públicos), incentivando el otorgamiento de crédito. Esto, sin embargo, podría agudizar el riesgo crediticio, algo que los bancos intentan evitar precisamente restringiendo la cantidad de prestatarios.

Lo ideal sería atacar las raíces de los problemas —como la falta de calidad institucional y de información completa sobre la solvencia de los prestatarios— que llevan a los bancos a acumular excedentes de liquidez en lugar de expandir el crédito al sector privado más allá de los prestatarios que ya conocen.

Para ser realistas, esto llevaría mucho tiempo. Las reformas estructurales —como la exigibilidad de los derechos de propiedad, la promoción del Estado de derecho y la lucha contra la corrupción— también podrían jugar un papel importante. Estas medidas ayudarían a la vez a contener los déficits fiscales y, como los gobiernos no tendrían tanta necesidad de préstamos bancarios, liberarían recursos para financiar un sector privado sediento de crédito. ■

Ralph Chami es Director Adjunto y Adolfo Barajas es Economista Principal del Instituto de Capacitación del FMI. Christian Ebeke es Economista del Departamento de Europa del FMI y Anne Oeking es Economista del Departamento Financiero del FMI.

Referencias:

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke y Anne Oeking, 2016, "What's Different about Monetary Policy Transmission in Remittance-Dependent Countries?", IMF Working Paper 16/44 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke y Sampawende J. Tapsoba, 2012, "Workers' Remittances: An Overlooked Channel of International Business Cycle Transmission?", IMF Working Paper 12/251 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Chami, Ralph, Adolfo Barajas, Thomas Cosimano, Connel Fullenkamp, Michael Gapey y Peter Montiel, 2008, Macroeconomic Consequences of Remittances, IMF Occasional Paper 259 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Mishra, Prachi, Peter Montiel y Antonio Spilimbergo, 2012, "Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications", IMF Economic Review, vol. 60, No. 2, págs. 270–302.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

12-MONTH MPA PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT AT COLUMBIA

Designed for mid-career professionals, with tracks in

- Economic Policy Management
- Central Banking and Financial Markets
- Global Energy Management and Policy

Application Deadline for 2017–2018: January 5, 2017

- A rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- Faculty of world's leading economists, policymakers, and expert practitioners
- Tailored seminar series on macroprudential policymaking, international finance, and financial crises

Contact us at pepm@sipa.columbia.edu | 212-854-6982 | sipa.columbia.edu/pepm