



DOCUMENTO DE ANÁLISIS DEL PERSONAL TÉCNICO DEL FMI

7 de abril de 2011

SDN/11/07

Manejando la Abundancia en América Latina para Evitar las Crisis

Nicolás Eyzaguirre, Martin Kaufman, Steven Phillips y Rodrigo Valdés

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Departamento del Hemisferio Occidental

Manejando la Abundancia en América Latina para Evitar las Crisis

Preparado por
Nicolás Eyzaguirre, Martin Kaufman, Steven Phillips y Rodrigo Valdés¹

Distribución autorizada por Nicolás Eyzaguirre

7 de abril de 2011

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD: Las opiniones presentadas en este Documento de Análisis del Personal Técnico son de los autores y no representan necesariamente las opiniones del FMI o la política del FMI. Las opiniones expresadas en el presente documento pertenecen a los autores y no deben atribuirse al FMI, su Directorio Ejecutivo ni su Gerencia. Los Documentos de Análisis del Personal Técnico se publican con el objeto de generar comentarios y fomentar el debate.

Clasificación JEL: F21, F32, F41

Palabras clave: Flujos de capital, controles de capital, América Latina, medidas prudenciales

Direcciones electrónicas de los autores: neyzaguirre@imf.org; mkaufman@imf.org; sphillips@imf.org; rvaldes@imf.org;

¹ Agradecemos a Gustavo Adler, Bas Bakker, Roberto Benelli, Olivier Blanchard, Luis Cubeddu, Nicole Laframboise, Mahmood Pradham, Miguel Savastano y Camilo Tovar por sus valiosos comentarios.

Índice	Página
Resumen Ejecutivo	3
I. Introducción.....	5
II. Abundancia de Liquidez Internacional y Bonanza de Términos de Intercambio para América Latina.....	7
III. ¿Por Qué es la Abundancia de Financiamiento Externo un Motivo de Inquietud para América Latina?.....	12
IV. ¿Cómo Orientar la Respuesta de Políticas en América Latina?	19
A. Políticas Macroeconómicas.....	21
B. Políticas Cambiarias y de Intervención.....	24
C. Políticas Macropрудenciales	28
D. Restricciones a la Cuenta de Capitales	29
V. Comentarios Finales.....	31
Referencias.....	32
 Gráficos	
1. Apertura de las Cuentas de Capital de América Latina y de Otras Regiones.....	7
2. Condiciones Financieras Internacionales y Entrada de Capitales.....	9
3. Cuentas Corrientes y Tipos de Cambio en América Latina y Asia	10
4. Precios de las Materias Primas y Términos de Intercambio en América Latina	11
5. Demanda Interna y Condiciones de Financiamiento Externo.....	16
6. Revisión a la Literatura sobre Efectos de la ‘Enfermedad Holandesa’	19
7. Auges de la Demanda Doméstica y Flexibilidad Cambiaria	26
 Recuadros	
1. ¿Cuáles son los efectos macroeconómicos de las bajas tasas de interés externas y los flujos de capital?	13

RESUMEN EJECUTIVO

Circunstancias internacionales excepcionales han favorecido un período de bonanza en América Latina (AL) caracterizado por el acceso fácil al financiamiento externo y términos de intercambio elevados, principalmente para los países exportadores de materias primas. Sin embargo, estas condiciones favorables no son permanentes por lo que resulta esencial manejar esta abundancia para evitar un ciclo de auge y caída en los países de la región. En esta nota se examinan las causas de este doble viento a favor, las vulnerabilidades que puede generar y cómo orientar la respuesta de políticas teniendo en cuenta las características propias de la región.

Doble viento a favor persistente, con riesgo de un fin abrupto. AL enfrenta un cuadro de abundante liquidez global y altos términos de intercambio. Por un lado, los mejores fundamentos económicos de las economías emergentes (EM) han sido un factor de “atracción” para los flujos de capital y de un cambio sostenido en las asignaciones de portafolio de los inversionistas, a lo que se suman tasas de interés reducidas en economías avanzadas (EA) y una mayor tolerancia al riesgo, factores de “empuje” que continuarán durante algún tiempo pero que podría desaparecer rápidamente una vez que se afiance la recuperación en las EA. Restricciones políticas y económicas en las AE han creado una fuerte dependencia de políticas monetarias expansivas. Al mismo tiempo, algunos de las principales EM han limitado el ajuste de su cuenta corriente — manteniendo restricciones de la cuenta de capital e intervenciones significativas en los mercados cambiarios— con lo que otros países han enfrentado una entrada mayor de capitales y han debido contribuir relativamente más al rebalanceo de la demanda mundial. Por otro lado, la demanda sostenida de los mercados emergentes ha generado un aumento de los precios de las materias primas y AL se ha visto beneficiada por elevados términos de intercambio. Este aumento de los precios de las exportaciones plantea desafíos que, en algunos aspectos, son parecidos a los que plantea el acceso fácil al financiamiento externo. Un riesgo clave a tener en cuenta es el cambio brusco de estas dos condiciones externas favorables, que en ocasiones anteriores ha estado relacionado con shocks significativos en la oferta de petróleo, un rápido aumento de las tasas de interés de las EA, o condiciones globales recesivas y mayor aversión al riesgo, entre otros.

Desafíos para América Latina. La intensidad inusual de estas condiciones externas favorables puede dar lugar a la acumulación de vulnerabilidades y a un mayor riesgo de una reversión repentina. Las condiciones externas favorables pueden ocultar vulnerabilidades subyacentes en las cuentas fiscales, financieras y externas, así como generar posible complacencia y exuberancia. Los riesgos de un aumento excesivo de la demanda interna, de déficits en cuenta corriente significativos, y de exceso de intermediación financiera son críticos si se comparan con preocupaciones por la llamada “enfermedad holandesa”. Las cuentas corrientes en América Latina, que ya se encuentran en déficit, pueden llegar rápidamente a una situación vulnerable dado que la demanda interna en los países de la región tiende a reaccionar de manera exuberante ante condiciones de financiamiento externo favorable y elevados términos de intercambio. La susceptibilidad del sector financiero a desempeñar un papel amplificador de burbujas de crédito y precios de los activos y un gasto interno excesivo pueden agravar seriamente los efectos de la reversión de los flujos de capital o el deterioro de los términos de intercambio. Finalmente, los riesgos derivados de las vulnerabilidades financieras y los déficits en cuenta corriente

excesivos pueden interactuar entre sí y reforzarse mutuamente, agudizando las dificultades que pueden afrontar los países cuando los *vientos a favor* se tornan *en contra*.

Respuesta de políticas. El desarrollo de un conjunto de políticas es esencial para contener el riesgo de ciclos de auge y caída. Los tipos de cambio flexibles que tienen los países de la región pueden desempeñar un papel clave para frenar los incentivos a la entrada de capitales y a los descalces de monedas, facilitando al mismo tiempo apreciaciones de equilibrio justificadas. Es importante que la intervención en los mercados cambiarios no ocurra demasiado pronto o trate de evitar cambios fundamentales. La política fiscal debe ser, por lo menos, acíclica, retirando los estímulos recientes y ahorrando ingresos que resultarán transitorios. Es necesario desarrollar e intensificar las siempre deseables políticas macroprudenciales, prestando especial atención a los segmentos propensos a la generación de burbujas y, de esta manera, contener las vulnerabilidades financieras y reducir la prociclicidad del crédito. Sin embargo, aun cuando se apliquen políticas macroeconómicas y macroprudenciales adecuadas, la exuberancia del sector privado puede empujar los déficits en cuenta corriente a ser excesivos, por ejemplo si las empresas acceden a financiamiento externo en forma directa. Ante el excepcional entorno mundial actual, el uso temporal de restricciones a la cuenta de capital puede ser una opción de política que evite riesgos excesivos derivados de déficits en cuenta corriente significativos. Sin embargo, los ajustes de políticas macroeconómicas deberán continuar siendo prioritarios. En la medida en que estas restricciones no se utilicen para sustituir a estos ajustes, el uso temporal de restricciones de la cuenta de capital en América Latina, una región abierta desde el punto de vista financiero, puede considerarse como una respuesta de política para evitar ciclos de auge y caída, que contribuye a la estabilidad financiera mundial.

I. INTRODUCCIÓN

Las economías latinoamericanas enfrentan en la actualidad condiciones internacionales que han alineado en forma excepcional, que generan un doble viento a favor para muchos países de la región y desafíos considerables. Los países deben encontrar la mejor manera de responder a un período sostenido de condiciones de financiamiento externo excepcionalmente favorables y una gran entrada de capitales. A su vez, enfrentan un elevado nivel de precios mundiales de sus materias primas de exportación, las cuales representan otra fuente de abundancia que probablemente resulte persistente, aunque no permanente. Evidentemente, estas condiciones son positivas en muchos sentidos, generando oportunidades y ventajas. Sin embargo, también pueden conducir a una acumulación de vulnerabilidades para el futuro. Estas condiciones representan desafíos no solo mientras ocurren, sino también durante el período de transición que les sigue ya que pueden producirse crisis y dislocaciones severas si no existe una gestión adecuada durante la época de prosperidad. Algunas de las experiencias pasadas de América Latina con el “problema de la abundancia” han ilustrado que las buenas épocas pueden tener finales poco felices.

De hecho, una inquietud clave para América Latina (AL) debería ser que el doble viento a favor derivado del fácil acceso al financiamiento externo y los altos precios de las materias primas conduzca a exuberancia financiera y a vulnerabilidades externas, agudizando el riesgo y el costos de un cambio repentino de la coyuntura. La experiencia muestra que tanto las fallas del mercado como las fallas regulatorias pueden conducir a una absorción excesiva y a una acumulación de riesgos en los balances privados. Además, las cuentas corrientes externas de América Latina han mostrado en el pasado una reacción excesiva a condiciones externas parecidas.

En comparación con el pasado, muchos países latinoamericanos gozan hoy de mejores marcos de política económica, avance que reduce la posibilidad de excesos y riesgos y, al mismo tiempo, los hace más atractivos para el capital extranjero. Es probable que el afianzamiento de los fundamentos económicos de la región haya producido un cambio permanente en las asignaciones de portafolio de los inversionistas. Al mismo tiempo, estos avances reducen las vulnerabilidades asociadas a una mayor afluencia de capitales. Reviste especial relevancia el mayor grado de flexibilidad cambiaria, acompañado de marcos de metas de inflación relativamente exitosos como ancla nominal alternativa. Asimismo, la supervisión bancaria ha progresado considerablemente en el control de los descalces de monedas, al menos en lo que a los balances de los bancos se refiere. En algunos casos, se ha reducido el grado de prociclicidad de la política fiscal. Además, se ha recortado considerablemente el nivel de la deuda pública, reduciendo las vulnerabilidades.

El problema que enfrenta AL en este momento debido a los factores externos es de escala desconocida. Primero, las condiciones mundiales indican que la región goza de un acceso inusualmente amplio al financiamiento externo flexible —gracias a una combinación de tasas de interés que se mantienen en niveles muy bajos en las economías avanzadas y una

mayor tolerancia del riesgo por parte de los inversionistas internacionales— al mismo tiempo que algunos países fuera de la región han mantenido políticas que representan barreras a la entrada de capitales y a mayores déficits en cuenta corriente. Segundo, el vigoroso crecimiento de los mercados asiáticos, sumado a las restricciones de la oferta, ha sostenido altos precios de las materias primas, lo cual se ha traducido en términos de intercambio para los exportadores latinoamericanos que son inusualmente favorables pero que tienen pocas probabilidades de mantenerse para siempre por completo. (Estas condiciones mundiales se describen en más detalle en la siguiente sección).

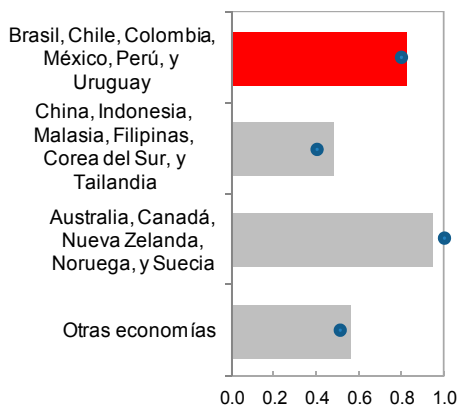
Es esencial reconocer que los desafíos de política en AL son diferentes a los de muchos países emergentes de otras regiones debido a características propias de la región. Esta nota hace especial énfasis en las economías más grandes de la región, que en general se caracterizan por su alto grado de integración financiera con el mercado internacional y por tener importantes sectores de exportación de materias primas. Estos países tienen cuentas de capital abiertas (véase una comparación con otras regiones en el gráfico 1) y, en su mayoría, regímenes cambiarios flexibles. Asimismo, muchos de estos países aplican reglas de política fiscal para garantizar la sostenibilidad de la deuda. Un factor crucial es que los países de la región normalmente tienen cuentas corrientes externas en déficit (las cuales ya se han deteriorado, a pesar de haberse beneficiado de los ingresos generados por las materias primas). Varios de estos aspectos contrastan con la situación actual de una serie de economías asiáticas que presentan superávits en cuenta corriente, menor flexibilidad cambiaria acompañada de políticas más agresivas de intervención, y cuentas de capital menos abiertas.

Si bien hay cada vez mayor convergencia respecto del contorno general de respuestas de política ante episodios de entrada masiva de capitales (véase FMI, 2011, Ostry *et al.*, 2010, y Ostry *et al.* 2011), nuestro análisis se diferencia al enfocarse en la situación particular de AL en la actualidad, y al incorporar también el reto que representa el auge de las materias primas con las características estructurales de la región. Se intenta abordar, desde el punto de vista particular de AL, la justificación, naturaleza y secuencia de las respuestas de política. Lo que es conocido como el “problema de la entrada de capitales” en realidad abarca una variedad de problemas, incluyendo factores impulsores, distorsiones y vulnerabilidades asociadas, además de disyuntivas entre ellos. Con el objetivo de contribuir al diseño de políticas adecuadas, esta nota intenta organizar los temas y desafíos más importantes que enfrenta la región en la coyuntura actual, y también analizar los efectos de distintas respuestas de política.

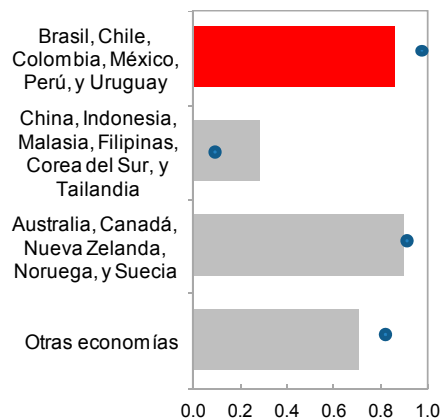
Gráfico 1. Apertura de la Cuenta de Capital en AL y Otras Regiones

Las cuentas de capital tienden a ser relativamente abiertas en AL

Índice Chinn e Ito, para 2008
(Valores superiores indican mayor apertura)



Índice de Schindler, para 2005
(Valores superiores indican mayor apertura)



Nota: Las barras corresponden a medias y los puntos a medianas para cada grupo de países.
Fuentes: Chinn e Ito, 2009; y Schindler, 2009. Los índices han sido estandarizados para facilitar la comparación.

La nota se organiza de la siguiente manera: a continuación se describen los aspectos inusuales del actual ambiente externo que es conducente a una fuerte entrada de capitales en AL (sección II), las razones por las cuales las condiciones favorables de financiamiento externo son un motivo de inquietud para la región (sección III) y la manera en que AL debería organizar y construir su respuesta de política (sección IV).

II. ABUNDANCIA DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL Y BONANZA DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO PARA AMÉRICA LATINA

En una recuperación global heterogénea como la actual, es esperable que las economías que se encuentran en posiciones cíclicas más avanzadas tengan una apreciación de su moneda y un aumento del déficit de la cuenta corriente (o una disminución de su superávit). Como contraparte, las exportaciones netas deberían desempeñar un papel más activo en la recuperación de los países que se encuentran en una situación cíclica más débil, y al resto de las economías tendrían un rol en el reequilibrio global. Sería esperable ver flujos de capital de los países más rezagados en el ciclo hacia los países más adelantados.

Sin embargo, las circunstancias internacionales actuales son conducentes a una dinámica en AL que va más allá la reacción cíclica usual, con una posible entrada de capitales excesiva, déficits en cuenta corriente elevados y sobrevaluación de las monedas. Es esperable que las restricciones que enfrentan las economías avanzadas produzcan políticas de estímulo monetario inusualmente profundos y duraderos, mientras que el comportamiento de un grupo de países emergentes de importancia sistémica fuera de la región, que limita el ajuste de sus posiciones externas, aumenta la contribución que deben

hacer los países más flexibles al rebalanceo de la demanda global. Asimismo, varios países han logrado mantener el ritmo de crecimiento ayudados en algunos casos por políticas sustanciales de estímulo, lo cual a su vez ha mantenido elevado los precios de las materias primas².

Las bajas tasas de interés de las economías avanzadas constituyen un potente factor de empuje de los flujos de capital y responden a que la recuperación es lenta, tanto por el sobreendeudamiento privado como por el limitado espacio para mantener el estímulo fiscal, ligado a restricciones políticas y económicas. Durante la gestación de la crisis financiera internacional, las economías avanzadas siguieron una trayectoria insostenible, y las correcciones subsiguientes se vieron exacerbadas por las dislocaciones causadas por la crisis y el saneamiento posterior de los balances. La crisis financiera mundial abrió grandes brechas de producto en las economías avanzadas y exigió, entre otras cosas, un acomodo sustancial de las condiciones monetarias. Sin embargo, las restricciones políticas han creado una situación en la cual los esfuerzos necesarios para lograr una consolidación fiscal a mediano plazo parecen estar entrapados, en tanto que el margen para ampliar el estímulo fiscal a corto plazo ha sido limitado (en algunos casos debido a una falta de espacio fiscal) o ha estado orientado hacia un diseño poco eficaz. La falta de progreso en la consolidación fiscal a mediano plazo podría incrementar los vientos en contra y sus efectos contractivos al presionar al alza las tasas de interés de instrumentos de largo plazo, y una vez que se afiance la demanda del sector privado, podría exacerbar futuros movimientos en el alza de las tasas, generando un riesgo importante para AL. Además, el lento avance en la resolución del sobreendeudamiento del sector de los hogares y del saneamiento de los balances de las instituciones financieras también ha frenado el gasto privado conduciendo a una dependencia inusual de una política monetaria acomodaticia. Esta combinación de restricciones económicas, políticas y jurídicas ha generado en las economías avanzadas una fuerte dependencia de la política monetaria, más allá de lo que cabría esperar con una combinación de políticas que brindara un estímulo fiscal hasta que la brecha del producto hubiera disminuido significativamente (y anclando la política fiscal a un marco de consolidación a mediano plazo) y saneara con más rapidez los balances³. A su vez, esto ha generado condiciones de financiamiento externo inusualmente relajadas para los mercados emergentes,

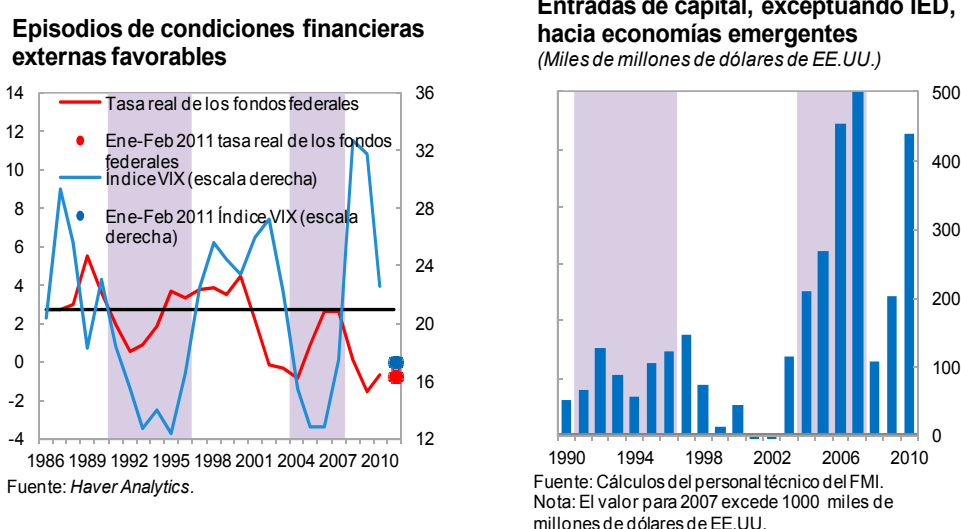
² La contribución de las economías asiáticas, y en particular de China, a la demanda mundial de materias primas supera por lejos su participación en el PIB mundial. En China, la intensidad de uso de algunas materias primas —sobre todo metales— por unidad del PIB es excepcionalmente elevada, de modo que China origina hasta el 40% de la demanda mundial.

³ Los problemas pendientes del sector financiero de las economías avanzadas también ha dado lugar a la persistencia de políticas monetarias expansivas. Un saneamiento más rápido de los balances en dichas economías aligeraría el lastre que representa el prolongado desapalancamiento, y el resultado sería una menor necesidad de estímulos macroeconómicos. Adicionalmente, una situación de sobreendeudamiento prolongado crea incertidumbre en torno a los derechos de propiedad y conduce a una inversión insuficiente y a una degradación de los activos, exacerbando el ciclo y las respuestas de política necesarias.

que previsiblemente se mantendrán por un período prolongado pero que podrían desaparecer rápidamente una vez que se afiance la recuperación de las economías avanzadas.

Gráfico 2. Condiciones Financieras Internacionales y Entrada de Capitales

Durante episodios de bajas tasas de interés globales y baja aversión al riesgo, los flujos de capitales destinados a las economías emergentes han sido significativamente altos.



Además de las bajas tasas de interés en las economías avanzadas, las condiciones de financiamiento para los países de mercados emergentes son favorables en la actualidad debido a la significativa reducción de la aversión global al riesgo. Esto se ve reflejado en bajas de primas de riesgo de numerosos países emergentes, incluidos los de Latinoamérica, cuyos diferenciales soberanos se encuentran cerca de los niveles históricos bajos registrados a comienzos de 2007. Esto, sumado a las bajas tasas de interés en las economías avanzadas, representa un costo de endeudamiento muy bajo para la región. En experiencias pasadas con tasas de interés bajas y un fuerte apetito de riesgo, el flujo de capitales hacia los mercados emergentes aumentó considerablemente (gráfico 2).

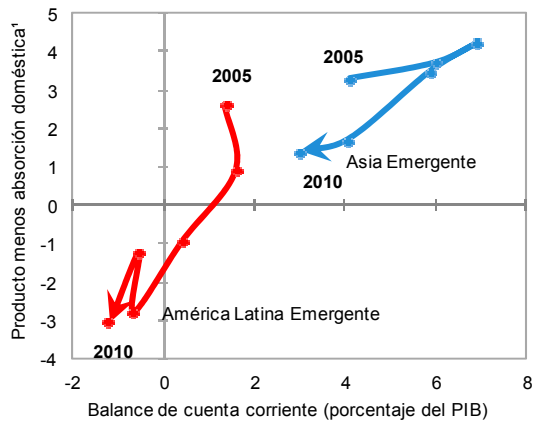
La falta de rebalanceo en algunas economías con superávit externo ha implicado una mayor presión en la entrada de capitales para AL. La respuesta de los distintos países ante la abundante liquidez ha variado considerablemente desde el punto de vista de la flexibilidad cambiaria y de los cambios de la cuenta corriente (gráfico 3). AL ha permitido un aumento de la absorción y una apreciación del tipo de cambio relativamente mayores y, por ende, ha contribuido significativamente al reequilibrio mundial. Otros países de mercados emergentes, algunos de ellos de importancia sistémica, han permitido una menor apreciación de sus monedas y, adicionalmente, han registrado grandes superávits en cuenta corriente manteniendo fuertes restricciones en la cuenta financiera y de capital. Una de las consecuencias ha sido que las condiciones favorables de financiamiento de las economías

avanzadas se sientan con más intensidad en los países emergentes con cuentas de capital más abiertas. En la medida en que continúen actuando las fuerzas mundiales que promueven el reequilibrio, aumentará la presión a favor de la apreciación y de la expansión de la cuenta corriente a la que se encuentran sometidos los países emergentes que disponen de mayor flexibilidad. En otras palabras, tras la crisis mundial, una vez que quedó claro que Estados Unidos ya no podía ser el consumidor de última instancia, el resto del mundo —y particularmente los países emergentes— asumió su lugar para sostener la demanda mundial. Sin embargo, AL es demasiado pequeña para transformarse en una potencia consumidora y sustentar el crecimiento mundial. Por ejemplo, si el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se redujera 2 puntos porcentuales del PIB y únicamente AL tuviera que compensar esa disminución en su totalidad, su déficit en cuenta corriente tendría que aumentar el equivalente de más de 6 puntos porcentuales de su PIB.

Gráfico 3. Cuentas Corrientes y Tipos de Cambio en América Latina y Asia

En contraste con las economías emergentes de Asia, los países en América Latina presentan déficit de cuenta corriente, tipos de cambio que se mueven mas, y menor acumulación de reservas.

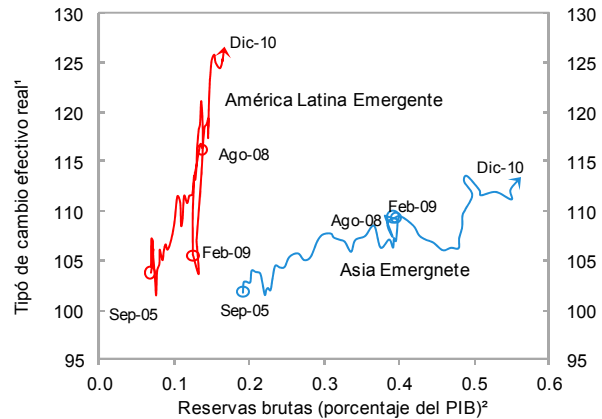
Balances externos en las economías emergentes, 2005–10



Nota: Promedios ponderados de 15 países de América Latina, y 10 países de Asia.

¹ Producto menos absorción doméstica como porcentaje del producto, a precios constantes de 2005.

América Latina y Asia Emergentes: Tipos de cambio reales y reservas, 2005–10



Nota: Promedios ponderados de 15 países de América Latina, y 10 países de Asia.

¹Índice, 2005=100.

²Reservas internacionales brutas como proporción del PIB promedio de 2006–08.

La coyuntura actual también se caracteriza por elevados términos de intercambio para AL, lo cual genera desafíos parecidos a los que plantea el fácil acceso a capital extranjero y un doble viento a favor para la región. Si bien la recuperación mundial no es óptima ni uniforme, los precios de las materias primas, sobre todo de los metales, son elevados en relación con el pasado; la respuesta de la oferta necesitará un tiempo

considerable para desarrollarse completamente y, por ende moderar los precios⁴. El precio elevado de las materias primas tiene un impacto positivo directo en los términos de intercambio de muchos países latinoamericanos (gráfico 4). Aunque esto es sin duda alguna beneficioso, también constituye un desafío en la medida en que alimenta un aumento excesivo de la absorción, incrementa el ingreso público y aprecia el tipo de cambio. La dificultad de distinguir entre variaciones de precios pasajeras y permanentes complica más la situación. Los elevados precios de las materias primas y los términos de intercambio en AL ocurre en un contexto en el que el crecimiento mundial se ha desplazado de las economías avanzadas a los mercados emergentes dinámicos, en especial los mercados asiáticos, y la intensidad de uso de algunas materias primas (por unidad del PIB) ha aumentado drásticamente, lo cual representaría en parte un cambio secular de la escasez mundial de recursos. Por otra parte, se estima que la respuesta de la oferta terminará presionando los precios de numerosas materias primas a la baja, aunque es imposible saber con precisión cómo y cuándo responderá la oferta. De esta manera, otro riesgo crítico para AL es que los precios de las materias primas disminuyan rápida y significativamente si cambian las condiciones globales. Uno de estos riesgos es el de una interrupción sostenida del suministro de petróleo que resulta en una recesión mundial que puede presionar a la baja los precios de otros productos básicos.

Gráfico 4. Precios de las Materias Primas y Términos de Intercambio en América Latina

Precios internacionales altos de materias primas implican episodios de bonanza para los exportadores de materias primas de AL



⁴ El recuadro 1.5 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* contiene un análisis de los largos ciclos de los precios de las materias primas, y en particular de los metales (FMI 2010e).

III. ¿POR QUÉ ES LA ABUNDANCIA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO UN MOTIVO DE INQUIETUD PARA AMÉRICA LATINA?

Las condiciones de financiamiento externo favorables y los elevados términos de intercambio constituyen una buena oportunidad para financiar la inversión y el consumo y para reforzar la situación patrimonial a través de la gestión de la deuda. El aumento de la entrada de capitales en la región obedece en parte al fortalecimiento de los fundamentos económicos y por lo tanto representa un cambio permanente en la asignación de portafolio de los inversionistas. De esta manera, cabía esperar cierta apreciación de equilibrio de los tipos de cambio real. La configuración macroeconómica tradicional de este proceso, que tiene componentes permanentes y transitorios, incluye cierto aumento del déficit en cuenta corriente (que suele ser producto de una mayor inversión, pero también reflejar un ahorro un poco menor), cierta apreciación del tipo de cambio (que incentiva mayor importación de bienes transables y la producción de bienes no transables, lo cual ayuda a limitar las presiones excesivas sobre los recursos nacionales) y una mayor entrada neta de capitales para financiar el aumento del déficit en cuenta corriente. El elevado nivel de los términos de intercambio de materias primas también abre oportunidades y tiene ciertos efectos macroeconómicos parecidos: generan mayores ingresos para estimular el consumo (posiblemente también por parte del sector público), a la vez que aumenta los incentivos para invertir y expandir la producción de materias primas y estimula la demanda interna. Además, los elevados precios de exportación de las materias primas tienden a conducir a una apreciación de la moneda local.

Sin embargo, la intensidad de las circunstancias actuales, con un importante componente transitorio, podría ser conducente a la acumulación de vulnerabilidades significativas y a un mayor riesgo de reversión a la vez que el doble viento a favor podría crear una sensación falsa de seguridad. Existen dos riesgos críticos, distintos pero relacionados: la posibilidad de un alto déficit en la cuenta corriente externa y la posibilidad de un exceso de intermediación interna en el sistema financiero. (El recuadro 1 revisa varios canales fundamentales a través de los cuales las bajas tasas de interés externas y los flujos de capitales pueden influir en la demanda interna y en el saldo en cuenta corriente, así como en el producto y el empleo).

A diferencia de otros países emergentes, los déficits de la cuenta corriente externa de AL restringen la contribución adicional que puede hacer la región al rebalanceo de demanda mundial sin caer en una situación externa vulnerable. Las características estructurales de AL son un factor que claramente diferencian a la región de otros mercados emergentes. Es este sentido, cabe mencionar que las tendencias de las tasas nacionales de ahorro e inversión, dejan a la región en una situación vulnerable gracias a los déficits en cuenta corriente; las cuentas de capital abiertas, que dejan a los países sumamente expuestos a las condiciones excepcionalmente favorables de financiamiento que existen actualmente, y los bajos niveles de deuda soberana, los cuales hacen de la región un destino atractivo para los flujos de capital (debido posiblemente a la impresión de que existe un margen más amplio

Recuadro 1. ¿Cuáles son los efectos macroeconómicos de las bajas tasas de interés externas y los flujos de capital?

Desde un punto de vista básico, las bajas tasas de interés externas conducen a la entrada de capitales y a la apreciación de la moneda —en la medida en las autoridades lo permitan— y a un deterioro en el saldo en cuenta corriente y del PIB. El proceso sería el siguiente:

- Los inversionistas extranjeros, atraídos por los mayores rendimientos que ofrece una economía emergente, deciden invertir un porcentaje más alto de su cartera a esa economía. A su vez, el mayor *flujo* de divisas que los inversionistas extranjeros traen al mercado cambiario provoca una apreciación de la moneda.
- Esa apreciación de la moneda, a su vez, significa una *pérdida de competitividad e induce a una reorientación del gasto*: el país emergente en cuestión puede colocar menos exportaciones que antes y sus residentes reorientan sus compras hacia las importaciones, que ahora son más económicas. Al bajar el volumen de exportación y al orientarse la demanda interna hacia bienes extranjeros, el mercado emergente experimenta una caída de su exportación neta, lo cual significa una disminución de la demanda agregada y del PIB.
- Pero las autoridades del país de mercados emergentes *disponen de una opción fácil para oponer resistencia a esta situación*: comprando divisas, pueden reducir o incluso impedir la apreciación de la moneda, y a su vez frenar la caída de la exportación neta y del PIB. Aunque esta política no pondrá fin a la entrada de capitales (y en efecto puede incrementarlas), lo que se espera es que —desde el punto de vista de la balanza de pagos— el resultado sea una acumulación de reservas, no un mayor déficit en cuenta corriente. Por último, para evitar que la compra de divisas tenga un impacto inflacionario, se puede esterilizar la correspondiente emisión de moneda nacional.

Aunque lo anterior tiene varios elementos válidos, carece de algunos elementos esenciales que condicionan las políticas que tienen a su disposición los países emergentes. Entre las omisiones más importantes se encuentran:

- *Las bajas tasas de interés externas estimulan la demanda interna*; este gasto adicional conduce a un saldo en cuenta corriente más bajo, financiado por la entrada de capitales disponible. Como el aumento del gasto también puede incrementar el PIB y la inflación, la entrada de capitales no es inherentemente contractiva. (Si los efectos de la reorientación del gasto fueran suficientemente fuertes como para producir una contracción neta, entonces los mercados emergentes podrían recortar la tasa de interés de para estimular la demanda tanto interna como externa y así mantener el pleno empleo).
- *La intervención en los mercados de divisas mantendrá los incentivos para la entrada de capitales y, por lo tanto, la entrada de capitales total puede ser aún mayor*, estimulando la demanda interna y debilitando el saldo en cuenta corriente, como se señaló anteriormente. Aun si la intervención logra reducir la apreciación real, su efecto global en el saldo en cuenta corriente no es evidente.
- *La intervención esterilizada en el mercado de divisas quizá tenga que acelerarse* si su finalidad es mantener el tipo de cambio nominal a un nivel determinado.
- *Es poco probable que la intervención esterilizada en el mercado de divisas logre impedir que se reduzcan los costos efectivos de endeudamiento*, con el consecuente estímulo de la demanda interna. La intervención esterilizada no podrá compensar el efecto que produce en la demanda interna la disminución de las tasas de interés externas, ya que —debido a primas de riesgo corporativo no triviales— la esterilización no influye en el menor costo del financiamiento externo para la mayoría de los agentes internos.

Lo anterior implica que los países emergentes con cuentas de capital abiertas no puede aislarse completamente de la abundancia de capitales externos, y que los riesgos relevantes probablemente sean un recalentamiento y un deterioro de la cuenta corriente provocado por la exuberancia de la demanda doméstica, más que una recesión. Asimismo, dejan en claro que la flexibilidad cambiaria y la política fiscal son herramientas sumamente relevantes para contener el impacto de la entrada de capitales en la macroeconomía; esa perspectiva se diferencia aquella que hace énfasis en evitar una apreciación de la moneda como herramienta principal para proteger la economía.

para garantías estatales implícitas, como se explica más adelante). En este sentido, la coyuntura actual de disponibilidad prolongada de dinero de fácil acceso podría profundizar sustancialmente los déficits externos de AL, empujando a la región hacia una situación externa riesgosa. Como ya se señaló anteriormente, la magnitud del reequilibrio mundial necesario es demasiado grande como para que AL pueda absorberlo únicamente. En este contexto, las políticas que tienden a limitar un exceso de absorción y déficits en cuenta corriente en un grupo de mercados emergentes de importancia sistémica que en la actualidad presentan déficits en cuenta corriente —incluidas en algunas circunstancias restricciones temporarias de la cuenta de capital— pueden contribuir a reforzar la estabilidad mundial. Esto es particularmente pertinente en un mundo de restricciones importantes de la cuenta de capital entre mercados emergentes sistémicos y respuestas de políticas subóptimas en varias economías avanzadas.

Los déficits de las cuentas corrientes externas han sido y podrían devenir en una vulnerabilidad importante para AL, por lo que su magnitud merece atención independientemente del análisis sobre los tipos de cambio real. En teoría se podría pensar en una relación simple entre déficits en cuenta corriente y tipos de cambio real, o en algún concepto de desalineación del tipo de cambio real (desviación respecto del equilibrio). Sin embargo, en la práctica esto último es un indicador más difícil de operacionalizar en términos del riesgo, en parte por los retos que plantea evaluar el tipo de cambio real de equilibrio⁵. De hecho, si hay una estadística que ha demostrado solidez al determinar la probabilidad de un trastorno de la cuenta corriente —es decir, una contracción rápida y profunda— es el tamaño inicial de los déficits en cuenta corriente de los países de mercados emergentes. Adicionalmente, los ajustes rápidos de las cuentas corrientes frecuentemente son dolorosos en lo que respecta a la economía real. Además, una vez que el sobreendeudamiento deje de

⁵ Más allá de las cuestiones econométricas y de medición, se plantean cuestiones conceptuales en cuanto a la definición del tipo de cambio real mismo y del significado del equilibrio a largo plazo de las cuentas corrientes. En la práctica no suele existir una relación estrecha entre los movimientos a corto plazo de las cuentas corrientes y los tipos de cambio reales; parecería que gran parte de las variaciones a corto plazo de las cuentas corrientes responden a cambios de la demanda. Esto apunta nuevamente al valor de monitorear y evaluar las condiciones de la demanda. (De hecho, algunos métodos de evaluación del tipo de cambio son básicamente evaluaciones de la cuenta corriente, cuyos resultados finales se traducen en términos del tipo de cambio usando elasticidades supuestas de la exportación y la importación.)

ser un impedimento y que se afiance la recuperación en las economías avanzadas, los mercados emergentes quizá tengan que enfrentarse a un rápido aumento de las tasas de interés externas (a medida que las tasas de interés de política monetaria retomen niveles más normales y los sectores privados de las economías avanzadas comiencen nuevamente a invertir y necesiten más financiamiento). Este proceso podría ser rápido y sustancial siempre que los mercados reevalúen las perspectivas de las tasas de interés a largo plazo. Además, dificultades en unos pocos países con grandes desequilibrios podría ser suficiente para generar un contagio transfronterizo a otros con desequilibrios más moderados.

En el pasado, los déficits de la cuenta corriente externa de AL resultaron excesivos en el contexto de condiciones de financiamiento externo favorables, debido a distorsiones y externalidades tradicionales, así como a la prociclicidad de las políticas. Las distorsiones pueden afectar al sector financiero, a los inversionistas extranjeros y a otros actores nacionales. La intermediación financiera puede ser procíclica y exacerbar el efecto expansivo de la entrada de capitales (por ejemplo, debido a las garantías estatales implícitas o explícitas). Asimismo, el financiamiento corporativo puede llegar a ser excesivo si los prestatarios individuales emprenden acciones similares que aumentan el riesgo agregado sin internalizar a nivel individual, y los inversionistas extranjeros están dispuestos a otorgar préstamos en estas circunstancias. Por otro lado, la política fiscal puede volverse peligrosamente procíclica, cuando se produce una fuerte expansión de los ingresos, y los saldos subyacentes en cuenta corriente se pueden debilitar considerablemente, a pesar de que las cuentas fiscales y el balance en la cuenta corriente pueden no parecer excesivamente vulnerables a los actuales precios de exportación de las materias primas. Igualmente, aunque las vulnerabilidades del sector financiero puedan contenerse, las empresas pueden tener acceso directo al financiamiento externo para realizar inversiones las cuales, aun si constituyen inversión extranjera directa, pueden presentar riesgos externos excesivos. La región ha mostrado en el pasado que puede ser propensa a un exceso de demanda interna (absorción) cuando las condiciones de financiamiento externo son muy favorables, las cuales están vinculadas en parte a las cuentas de capital relativamente abiertas y al acceso a nuevos fondos por parte de agentes que de otro modo tendrían limitaciones de liquidez (véase el gráfico 5).

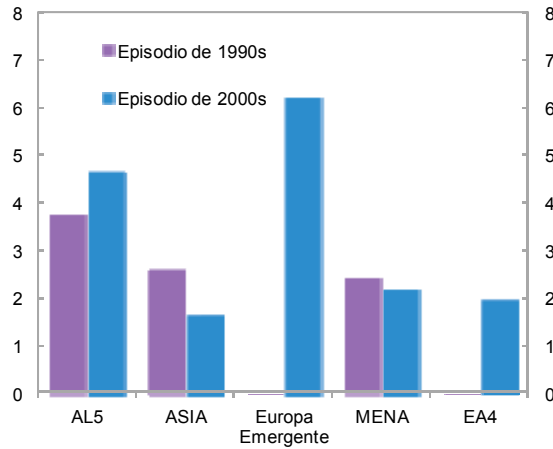
La segunda fuente de preocupación es una excesiva toma de riesgos en el sector financiero que puede dar lugar a vulnerabilidades. El sector financiero es particularmente susceptible a desempeñar un papel amplificador en el desarrollo de burbujas de crédito y de precios de los activos y una absorción excesiva, lo que podría exacerbar el impacto cuando posteriormente los flujos de capital cambien rápidamente de sentido. No obstante, aunque las medidas prudenciales logren mitigar el efecto amplificador del sector financiero, las empresas continuarán enfrentándose a condiciones de financiamiento externo favorables y podrán obtener préstamos directamente del exterior, eludiendo así el sistema financiero interno. Estas empresas pueden ser propensas al sobreendeudamiento y a descalces excesivos de monedas y de vencimientos, lo que, a su vez, presentará riesgos para los bancos internos que están expuestos a estas empresas.

Gráfico 5. Demanda Interna y Condiciones de Financiamiento Externo

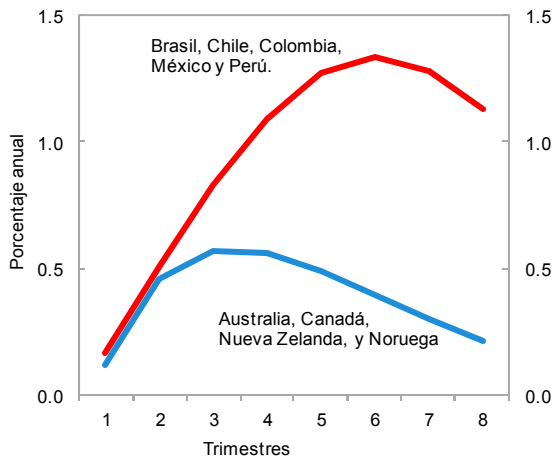
Las condiciones de financiamiento externo favorables producen aceleración en la demanda interna, mayormente en los países de AL que en los de las economías avanzadas

Crecimiento de la demanda doméstica en episodios de condiciones financieras externas favorables

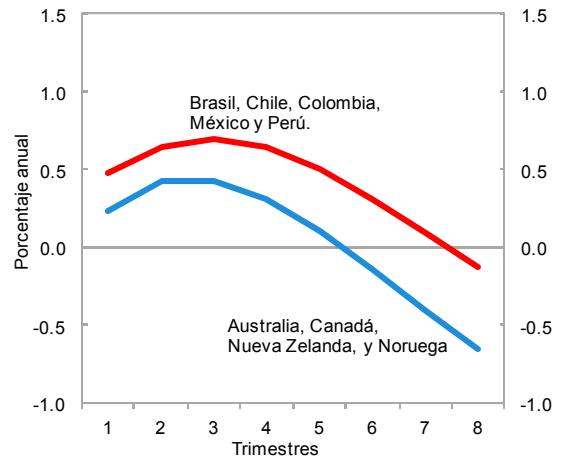
(Diferencial de tasas de crecimiento relativo años donde no se presentaron estos episodios)



Respuesta de la demanda doméstica a un shock negativo en el VIX



Respuesta de la demanda doméstica a un shock negativo en las tasas de interés internacionales (letra de Tesoro de EE.UU.)



Fuente: FMI (2010a) *Perspectivas económicas: Las Américas*, capítulo 3.

Los riesgos derivados de las vulnerabilidades financieras y de los déficits excesivos en cuenta corriente interactúan entre sí y se refuerzan mutuamente. Las condiciones de financiamiento externo favorables pueden dar lugar a una intermediación excesiva y a auges del crédito durante la fase de entrada de capitales, lo que exacerbará las fuerzas que conducen a excesivos déficits en cuenta corriente. Cuando las condiciones de financiamiento externo ya no sean favorables, la repentina compresión de la absorción será sin duda suficiente para reducir el producto y el empleo, aunque el sistema financiero se encuentre en una situación

sólida; en estas condiciones, cabe esperar que la recuperación subsiguiente sea relativamente rápida. Pero un “doble golpe” que incluya tensiones financieras y un deterioro de la cuenta corriente agravaría las dificultades y el tiempo necesario para lograr el ajuste y la recuperación. La experiencia muestra que los retos que plantea la resolución de las tensiones en el sistema financiero y los problemas de sobreendeudamiento pueden generar fuertes dislocaciones y prolongar el proceso de saneamiento de los balances, frenando seriamente la recuperación del pleno empleo durante un período prolongado (tal como lo experimentan actualmente las economías avanzadas). Por lo tanto, las políticas financieras macroprudenciales son esenciales para contener una exuberancia del sector financiero la cual, finalmente representa una amenaza mayor para la actividad y el empleo. Estas políticas también pueden reducir indirectamente las posibilidades de incurrir en déficits excesivos en cuenta corriente mitigando el efecto amplificador de la intermediación financiera sobre la demanda interna. No obstante, aunque se apliquen políticas macroprudenciales adecuadas para proteger al sector financiero, la excesiva exuberancia del sector privado y los déficits en cuenta corriente pueden persistir si las empresas pueden prescindir del sector financiero interno, y estos pueden aumentar en el tiempo si se prolongan las condiciones de financiamiento externo considerablemente favorables⁶.

Otro motivo de inquietud para las autoridades de varios países es el posible impacto negativo sobre el crecimiento de una apreciación excesiva del tipo de cambio real. Esta preocupación está relacionada con el impacto de una sobrevaluación de la moneda en el sector de bienes transables, y sus efectos perjudiciales sobre el crecimiento global, a corto y a largo plazo. A corto plazo, la preocupación primordial es que el impacto positivo de la entrada de capitales sobre la demanda se vea superado por el impacto negativo de la apreciación en algunos sectores de bienes transables, afectando a la actividad. A largo plazo, la preocupación radica en los efectos negativos de la “desindustrialización” sobre la productividad y el crecimiento potencial. No obstante, no existe evidencia clara que indique que la entrada de capitales y la sobrevaluación de las monedas en AL reducen el crecimiento en episodios de financiamiento de fácil acceso, aunque existen algunos indicios de que el crecimiento se ve perjudicado en aquellos casos en donde un cambio de coyuntura conduce a una crisis. En algunos países, particularmente en Asia, las preocupaciones acerca del crecimiento tienden a derivarse de la supuesta alta elasticidad-precio de las exportaciones (y de la incapacidad⁷ o falta de disposición de las empresas exportadoras para reducir los precios en moneda nacional como reacción hacia la apreciación), lo que da lugar a una caída de los volúmenes de exportación y, por lo tanto, a una desaceleración del crecimiento del PIB

⁶ Véase un análisis detallado en Ostry *et al.* (2011) y De Gregorio (2010a, 2010b).

⁷ Este podría ser el caso de las industrias que se caracterizan por tener un elevado nivel de competencia y bajos márgenes de beneficio, sectores que no obtienen rentas económicas, constituyendo quizá la mano de obra el principal elemento de sus costos. Cabe señalar que ninguna de estas condiciones se aplica a la producción de materias primas.

a corto plazo. En principio, si existe el riesgo de que esta contracción económica sea lo suficientemente significativa en términos macroeconómicos, entonces se podrían recortar las tasas de interés de política monetaria para ayudar a mantener el pleno empleo (salvo si la economía ya se está sobrecalentando y la inflación aumenta, en cuyo caso quizá convenga que la demanda externa sea moderada). No obstante, los temores en muchos de estos países de mercados emergentes parecen ser, la posibilidad de una pérdida de dinamismo en la economía, que las fuentes internas de la demanda no compensen con la suficiente rapidez esa pérdida y que el empleo se vea perjudicado por lo menos en algunos segmentos de sus amplios sectores de exportación.

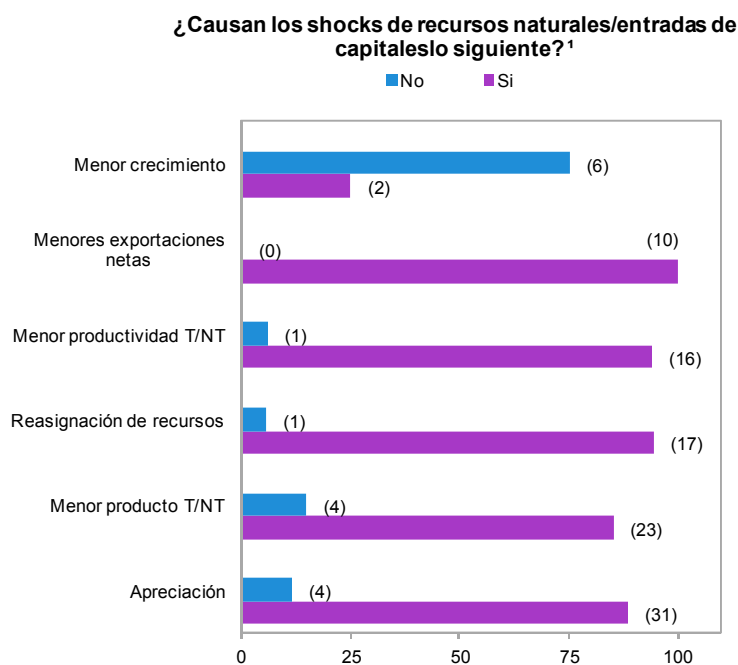
En la mayor parte de los países de AL es menos probable que este problema sea dominante, especialmente en los países exportadores de materias primas. Los precios de estos bienes homogéneos son determinados por los mercados mundiales, en moneda extranjera, de modo que los exportadores de un país tienden a ser tomadores de precios. Esto significa que no existe el riesgo de que pierdan su cuota en el mercado mundial de materias primas —las empresas exportadoras de materias primas no tienen otra alternativa que aceptar márgenes de beneficio más bajos (en la medida en que sus costos, como la mano de obra, se determinan a nivel nacional). La cuestión esencial es que previsiblemente el volumen de exportación de materias primas se mantendría cuando se produzca una apreciación de la moneda⁸. Con respecto a otros tipos de exportaciones, cabe considerar que una parte importante del comercio de la región no vinculado a las materias primas es intrarregional, y que existe una elevada correlación de los movimientos cambiarios entre los socios comerciales regionales que tienen tipos de cambio altamente flexibles. No obstante, si el shock es prolongado pero temporal y se incurre en costos de ajuste sectoriales, existe la posibilidad de que se produzcan algunas dislocaciones económicas, y que el flujo de mano de obra del sector exportador al sector de bienes no transables no ocurra fácilmente (véase FMI 2010a). A diferencia de la preocupación de los países de mercados emergentes asiáticos de que puedan verse afectados por apreciaciones contractivas, el riesgo que presentan las condiciones de financiamiento externo favorables y la apreciación de las monedas de AL se deriva en general de una absorción excesiva y de las vulnerabilidades externas relacionadas con un cambio repentino en la coyuntura.

La preocupación por los posibles efectos negativos de la entrada de capitales y la apreciación de la moneda sobre el crecimiento a más largo plazo parece ser significativa, pero se basa en supuestos estructurales sobre los que se dispone de poca evidencia. Magud y Sosa (2010) presentan una revisión de los estudios sobre este tema. Sus conclusiones se resumen en el gráfico 6.

⁸ Los volúmenes de exportación de materias primas podrían verse afectados por las decisiones del lado de la oferta, si la apreciación de la moneda fuera lo suficientemente importante como para empujar los precios a niveles inferiores a los costos marginales de producción. Es poco probable que esto ocurra en el entorno actual, dado el nivel elevado de los precios mundiales de las materias primas.

Gráfico 6. Revisión a la Literatura sobre los Efectos de la “Enfermedad Holandesa”

La literatura encuentra que las entradas de capital extranjero y abundancia de recursos naturales inducen apreciación real, reasignación de recursos, y reducción de las exportaciones—pero esto no implica menor crecimiento



Fuente: Magud y Sosa (2010).

¹ Porcentaje del total de observaciones. Número de observaciones en paréntesis.

IV. ¿CÓMO ORIENTAR LA RESPUESTA DE POLÍTICAS EN AMÉRICA LATINA?

La magnitud inusual y la duración prevista de las condiciones externas favorables para AL requerirán el uso de varios, e incluso todos, los márgenes de política disponibles, aunque en distinta medida y secuencia. Mientras persistan las condiciones excepcionales, la respuesta de política adecuada para la economía latinoamericana dependerá de la naturaleza de las dificultades y vulnerabilidades, las cuales dependerán de las condiciones estructurales y otras condiciones iniciales incluyendo sobre todo la etapa en que se encuentre el ciclo económico. En todos los casos, el objetivo prioritario es establecer políticas macroeconómicas adecuadas. En efecto, el mensaje principal de esta sección es que la política fiscal tiene que cambiar de rumbo, dejando atrás el sesgo expansivo observado durante la recesión mundial. En la actual coyuntura, es esencial el ahorro de los ingresos fiscales temporales. No obstante, restricciones en la cuenta de capitales podrían ser necesarias para complementar el conjunto de instrumentos de política económica, sin sustituir los ajustes necesarios en las políticas macroeconómicas. Es decir, en el contexto actual de circunstancias mundiales excepcionales, estas restricciones podrían ser necesarias, aun después de evitar la aplicación de políticas macroeconómicas procíclicas y proteger el

sector financiero. Estas restricciones deberían considerarse por motivos de estabilidad macroeconómica —para evitar riesgos excesivos derivados de profundos déficits en cuenta corriente— mas que como una manera de lograr cierto tipo de cambio. De hecho, el éxito de las políticas para afrontar el entorno actual no puede definirse de manera simple en términos del nivel del tipo de cambio⁹. En la práctica, las respuestas de políticas son propensas a avanzar en diversos frentes en la transposición de tiempos y en distintas velocidades, debido a retrasos de la ejecución y las limitaciones, incluso en los frentes de la política fiscal y macro-prudencial. Esto significa que una serie de sucesiones de políticas, en función de las circunstancias del país, puede ayudar a reducir el riesgo de ciclos de auge y caída y contribuir así a la estabilidad mundial.

La mayor prioridad es alinear las políticas macroeconómicas, permitir que el tipo de cambio fluctúe según la situación cíclica del país, y fortalecer la regulación y supervisión macroprudencial (MaP). Como se señaló anteriormente, la orientación de la política económica tiene que reflejar el hecho de que en períodos de exuberancia del sector privado, el sector público no debe “echar más leña al fuego”. Es necesario evitar una carga excesiva sobre la política monetaria dado que tasas de interés más elevadas atraerían flujos vinculados con operaciones de arbitraje de tasas (“carry trade”). En este contexto, la política fiscal debería evitar ser procíclica, es decir, debe por lo menos tener como objetivo ser acíclica, y deberá ser anticíclica en caso que la deuda pública alcance niveles vulnerables. En general, sería conveniente la apreciación de la moneda por razones cíclicas y defensivas (para evitar apuestas en un solo sentido), aunque la intervención en el mercado cambiario también puede ser un elemento útil de respuesta, particularmente después de que se haya permitido una apreciación sustancial de la moneda y dichas apuestas se hayan atenuado. Las políticas macroprudenciales conformarían un pilar esencial dentro de las respuestas de políticas, en todos los casos.

Las restricciones a la cuenta de capitales pueden ser necesarias en algunos casos, como complemento de otras políticas para limitar la acumulación de riesgos externos excesivos, pero, deberían ser consideradas con cautela. Para que exista una coherencia general de las políticas orientadas a reducir las vulnerabilidades externas, las restricciones temporales de la cuenta de capital no deberían sustituir a los ajustes necesarios de las políticas macroeconómicas. Además, para evitar menoscabar la cooperación internacional y contribuir a una posible escalada de nuevos controles de capital en las economías de mercados emergentes, los países deberían considerar la aplicación de restricciones

⁹ Podrían implementarse diversas políticas adecuadas —desde una contracción fiscal a medidas macroprudenciales o impuestos sobre la entrada de capitales— las cuales, también podrían afectar al tipo de cambio, entre otros efectos. Sin embargo, el tipo de cambio no debe considerarse como el elemento central del panorama general. Un programa de medidas de política centrado en el nivel del tipo de cambio probablemente no tomará en cuenta algunos elementos importantes e incluso algunos riesgos que tienen efectos perjudiciales (y tal vez sea ineficaz incluso en sus propios términos, aun si se realizan grandes esfuerzos y se incurre en un elevado costo).

temporales a la cuenta de capital por razones macroeconómicas solo cuando se correspondan con las vulnerabilidades externas que deba afrontar (es decir, que registre un déficit de la cuenta corriente y tenga como objetivo evitar un crecimiento excesivo de la absorción y la ampliación de dicho déficit)¹⁰. En este sentido, una evaluación cuidadosa de los costos y beneficios deberá ser realizada, entre otras razones, porque la aplicación de restricciones a la cuenta de capital puede representar un cambio de régimen para algunos países, y porque la eficacia de las restricciones puede variar. La necesidad de una respuesta de política proactiva para contener los auges de la demanda interna y la vulnerabilidad financiera se relaciona con la profundidad de los mercados de capitales en cada país. Esto se debe a que los países de mercados emergentes tienden a enfrentar mayores tasas de interés y márgenes domésticos (relacionado con su limitada integración con los mercados mundiales de capital) y más restricciones de crédito. Por lo tanto, estos tendrán una mayor sensibilidad a la flexibilización de las condiciones de financiamiento externo. En ese sentido, el desarrollo financiero por sí mismo puede ayudar a absorber los shocks externos.

A. Políticas Macroeconómicas

Como la política monetaria puede tener efectos colaterales al incrementar los diferenciales de tasa de interés, la política fiscal es un instrumento eficaz para ayudar a afrontar los desafíos que plantean los términos de intercambio elevados y la abundancia de liquidez externa. Puede, ante todo, reducir directamente el crecimiento de la demanda interna, limitar la ampliación del déficit en cuenta corriente y contener las presiones a la apreciación del tipo de cambio real. De hecho, se observa que la política fiscal puede ser útil durante episodios de entrada de capitales (en forma de crecimiento del gasto real) para lograr un aterrizaje suave cuando se interrumpan los flujos de capital (en forma de una menor desaceleración del crecimiento) y para limitar la apreciación del tipo de cambio real durante el episodio de auge¹¹. Naturalmente, el ajuste de la política fiscal no está exento de desafíos políticos, y también puede generar costos de eficiencia (distorsionando la provisión adecuada de bienes públicos) si la situación fiscal estructural se encuentra sobre una base sólida. Esto pone de manifiesto que, en las condiciones actuales, es necesario balancear las ventajas y desventajas de las distintas políticas y de considerar opciones que corrijan de manera más próxima las distorsiones percibidas, incluidas las del sector financiero o los factores que impulsan el exceso de financiamiento externo.

¹⁰ Existe el riesgo de que los mercados emergentes levanten murallas contra la entrada de capitales, motivados cada uno de ellos en parte por la actuación del otro. De hecho, en la medida en que los controles de capital en un país desvían los flujos hacia otras economías, los países pueden temer que se enfrentarán a mayores flujos si no aplican controles como los demás. Véase FMI (2011).

¹¹ Véase “Gestión de las grandes entradas de capital”, capítulo 3 de la edición de octubre de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*.

En términos prácticos, la política fiscal deberá por lo menos evitar ser procíclica; es decir, ahorrar los ingresos cíclicos que son el resultado temporal del entorno actual.

Esta recomendación puede parecer obvia, pero en la práctica requiere identificar de manera detallada qué parte del crecimiento del ingreso fiscal es realmente estructural y no meramente cíclica¹². En el contexto actual, lo más probable es que los ingresos crezcan vigorosamente por varias razones cíclicas. Una de estas razones es que el PIB previsiblemente crecerá por encima del producto potencial. Además, los ingresos impositivos que tienen como base la demanda interna (o las importaciones), y los ingresos impositivos vinculados a aumentos de los precios de los activos, posiblemente aumentarán durante un período prolongado, pero no permanecerán en el tiempo. Existe el peligro que esta buena fortuna cíclica de los ingresos no se reconozca como tal, y que todo el crecimiento de los ingresos sea utilizado para financiar nuevos gastos. Lamentablemente, esta respuesta procíclica podría ocurrir en muchos países por la falta de marcos fiscales establecidos que distingan los factores temporales de los permanentes. De hecho, algunos objetivos de política fiscal de la región no se refieren a los saldos fiscales ajustados en función del ciclo, y en épocas de prosperidad tampoco se han ajustado suficientemente los objetivos de saldo fiscal más simples. Un enfoque más seguro sería suponer que todo el crecimiento de los ingresos fiscales por encima del crecimiento del producto potencial (estimado de manera prudente) es temporal y tiene un carácter cíclico —salvo si puede atribuirse claramente a modificaciones de las políticas impositivas— y evitar que pueda generar nuevos gastos.

En las condiciones mundiales actuales, la política fiscal también requiere ahorrar los ingresos adicionales generados por los elevados precios de exportación de las materias primas¹³. La justificación para no gastar estos ingresos tributarios temporales es conocida, aunque los ingresos derivados de los precios elevados de las materias primas se consideren permanentes— teniendo en cuenta que esta permanencia nunca es segura— conviene no gastar inmediatamente todos estos ingresos adicionales, sobre todo en el contexto actual de presiones de recalentamiento¹⁴. Estos ingresos adicionales posiblemente permitirán algunos gastos adicionales, pero de efectos de segundo orden, vinculados a la reducción de la deuda neta del gobierno y a los pagos de intereses. Además, un enfoque simétrico ante las fluctuaciones de los ingresos generados por las materias primas significará, en ciertos momentos, mantener el gasto cuando los precios de las materias primas se reduzcan

¹² La experiencia de algunas economías emergentes de Europa, en las que el auge dio lugar a un crecimiento significativo, aunque temporal, del ingreso, ilustra la prociclicidad fiscal en un contexto de fuertes entradas de capitales. Véase Bakker y Gulde (2010) y FMI (2010c).

¹³ Estos ingresos adicionales pueden provenir directamente de las empresas exportadoras de propiedad estatal, o de impuestos a las empresas privadas cuya rentabilidad aumenta gracias al incremento de los precios de las materias primas. En algunos casos, estos ingresos se derivan de impuestos especiales sobre las exportaciones de algunos sectores (agricultura).

¹⁴ Esta limitación resulta aún más justificada si la materia prima de exportación en cuestión es un recurso no renovable, cuya producción nacional ya está disminuyendo o se prevé que disminuya a mediano plazo.

drásticamente (gastando los recursos ahorrados anteriormente durante un auge de las materias primas).

Con el ahorro de ingresos adicionales temporales, el gobierno enfrentará la disyuntiva de acumular activos financieros o reducir su deuda, y en qué monedas y mercados. Esta decisión dependerá, entre otros elementos, del nivel y la estructura de la deuda del sector público y de la necesidad de reservas de liquidez. La inversión de los superávits fiscales temporales en el exterior podría ayudar a aislar mejor a la economía de los efectos de los aumentos cíclicos de los ingresos fiscales. Una disminución de la deuda pública interna, bajo cierto grado de fricción financiera, tiende a reducir las tasas de interés internas y atraer inversiones privadas, limitando así el efecto amortiguador deseable de ajuste fiscal y los consiguientes excedentes fiscales en la demanda interna. Eligiendo en su lugar invertir en el extranjero (o para pagar la deuda externa) puede ser interpretado como un tipo de intervención en el mercado cambiario por parte de la autoridad política fiscal. Sin embargo, colocar los ahorros públicos en el extranjero se guiará por la necesidad de reducir la prociclicidad de la demanda interna, y no limitar la flexibilidad del tipo de cambio.

En algunas situaciones, sería conveniente consolidar activamente la situación fiscal estructural, especialmente si la consolidación es necesaria por otras razones. Por ejemplo si el nivel de deuda pública no se encuentra aún en un nivel adecuado, si se prevé que factores estructurales reducirán los ingresos o elevarán el gasto en los próximos años, o si todavía no se ha revertido la reciente expansión fiscal anticíclica. Esta última consideración es especialmente relevante en AL en estos momentos dado que el estímulo fiscal implementado en 2009 —que fue adecuado en el momento de la recesión mundial— en general no se revirtió en 2010 (en algunos casos, aun se reforzó el estímulo en 2010). En este sentido, las condiciones actuales son una buena ocasión para acelerar el proceso de consolidación. Por otra parte, si la situación fiscal estructural ha mantenido una orientación adecuada, no es claro si una contracción fiscal temporal sería aconsejable dado que los costos sociales de reducir temporalmente la provisión de bienes públicos (o subir los impuestos) pueden ser mayores que los beneficios en términos de contención del crecimiento de la demanda interna.

Aunque a veces se sugiere que la consolidación fiscal puede atraer una mayor entrada de capitales, esta inquietud parece menos relevante para AL en la actualidad. El temor es que la consolidación fiscal pueda mejorar drásticamente la confianza de los inversionistas e incrementar el atractivo de los activos del país. No obstante, el alcance de este efecto se ve limitado por el alto grado de confianza de los inversionistas en la solvencia del sector público de la mayoría de los países de AL, como lo indican los bajos diferenciales de los bonos y el número históricamente alto de emisores de bonos de alta calificación (“investment grade”).

B. Políticas Cambiarias y de Intervención

En el contexto internacional actual es casi inevitable que los tipos de cambio real AL se aprecien respecto de los de las economías avanzadas, ya sea nominalmente o a través de la inflación, debido a razones cíclicas. De hecho, este proceso ya se encuentra en marcha. En la medida en que los factores determinantes de esta apreciación sean cíclicos, los tipos de cambio de equilibrio a corto plazo serán más altos que los valores de equilibrio futuros. En este sentido, las monedas se mantendrán durante algún tiempo en niveles que podrían considerarse “sobreevaluados” si solo se utilizan normas a mediano plazo. Además, en la medida en que algunos flujos de capital son de carácter permanente y están vinculados al fortalecimiento de los fundamentos económicos, cabe esperar una apreciación real de equilibrio más persistente.

Si bien estos ciclos temporales del tipo de cambio pueden ser un motivo de preocupación legítimo, es importante reconocer que es inevitable que ocurran y considerar la utilidad y los beneficios de las apreciaciones reales cíclicas. Precisamente porque la apreciación ocurre en un momento de fuerte demanda interna y se observan presiones incipientes de recalentamiento en muchos países de AL, no existe el riesgo de que los efectos de reorientación del gasto que produce la apreciación puedan causar una caída de la demanda agregada y una recesión. Por el contrario, esta reorientación del gasto será una válvula de escape que proporcionará incentivos para canalizar el gasto hacia fuentes externas y ayudará a evitar que la demanda interna alimente la inflación.

Dado que cierto grado de apreciación real es inevitable, la cuestión que se plantea es si ésta ocurrirá principalmente a través del tipo de cambio nominal, posiblemente con rapidez, o a través de un aumento de la inflación, quizá de manera más gradual, y cuál será su efecto sobre la entrada de capitales. Por cierto, esto no significa que el tipo de cambio real, la entrada de capitales y otros resultados macroeconómicos evolucionarán de la misma forma en ambos enfoques. Como se señala más adelante, las decisiones de política cambiaria pueden ser decisivas para afrontar la entrada de capitales. Por ejemplo, una política que trate de evitar una apreciación nominal puede producir una entrada de capitales mucho mayor que si no se aplicara dicha política, dando lugar a su vez a una mayor absorción y a un mayor aumento del déficit en cuenta corriente.

En la actualidad, varias economías de AL tienen la ventaja de disponer de marcos de política que incluyen tipos de cambio flotantes o muy flexibles. Permitir una flexibilidad sustancial del tipo de cambio nominal, incluida la apreciación en respuesta a una gran entrada de capitales, constituyen un mecanismo casi automático para ayudar a limitar la magnitud de esta entrada. La apreciación de la moneda contribuye a reducir los incentivos a la entrada de nuevos flujos dado que favorece las expectativas de depreciación; equivalentemente, aumenta el valor de activos que de otro modo serían más económicos. Otro aspecto esencial es que la flexibilidad del tipo de cambio impide los descalces de monedas haciendo visibles los riesgos cambiarios. Esto no significa afirmar que la apreciación de la moneda por sí sola

interrumpirá inmediatamente toda entrada (neta) de capitales o los incentivos a las operaciones de arbitraje de tasas de interés, como podría sugerir el argumento de una simple “corrección excesiva”¹⁵. Lo importante es que la flexibilidad del tipo de cambio ayudará a reducir los incentivos para la entrada de capitales¹⁶, mientras que una política alternativa de intervención activa en los mercados cambiarios contribuirá a sustentar estos incentivos.

Además, la experiencia de los distintos países muestra que la flexibilidad del tipo de cambio nominal está asociada con menores expansiones excesivas de la demanda interna y, de hecho, con una menor sensibilidad de esta demanda a las fluctuaciones de las condiciones financieras internacionales. En episodios anteriores de condiciones financieras internacionales favorables (por ejemplo, en 1991 a 1996 y 2004 a 2007), los países con regímenes cambiarios más rígidos experimentaron una mayor expansión de la demanda interna (con respecto a su propia tendencia) en comparación con los países con regímenes cambiarios más flexibles. Esta conclusión se ve influenciada por la evolución de los regímenes de tipo de cambio fijo, aunque no se debe exclusivamente a esta evolución. Además, el ajuste contractivo de la demanda interna que se produce cuando cesan las condiciones de dinero barato es considerablemente mayor (también en este caso, con respecto a la propia tendencia de los países) si un país ha mantenido un régimen cambiario más inflexible durante el auge (véase el gráfico 7)¹⁷.

La alternativa de hacer todo lo posible para evitar una apreciación nominal a través de una intervención esterilizada en el mercado cambiario puede tener una eficacia limitada y efectos adversos, sobre todo si se aplica demasiado temprano en el proceso de implementación de respuesta de política. La eficacia de una intervención esterilizada en los mercados cambiarios —en términos de su objetivo de influir en el tipo de cambio nominal— es poco clara o, en el mejor de los casos, difícil de evaluar, y esta incertidumbre debe considerarse en relación con los costos de intervención, sobre todo de su esterilización¹⁸. De hecho, a diferencia de la evidencia respecto a la política fiscal, los

¹⁵ Brunnermeier, Nagel y Pederson (2009) explican por qué los flujos vinculados a operaciones de arbitraje de tasas de interés se mantienen, en cambio, a lo largo del tiempo.

¹⁶ Véase en FMI (2010 b) un análisis sobre cómo la flexibilidad del tipo de cambio modera la entrada de capitales (*Global Financial Stability Report*, capítulo 4 de la edición de abril de 2010).

¹⁷ Véase FMI (2010a) Canales-Krilijenko.

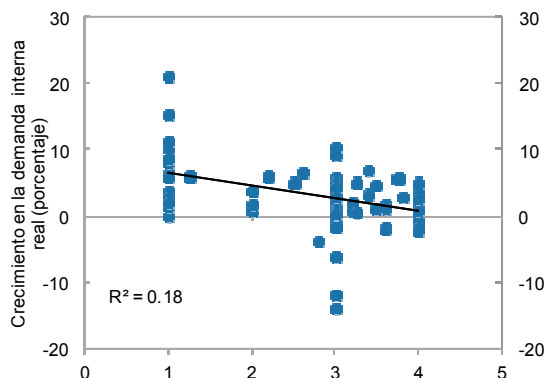
¹⁸ Los costos de la esterilización se derivan de la diferencia entre la tasa de interés que los bancos centrales ganan en las reservas internacionales y la tasa de interés (por lo general más alta) que pagan por la deuda interna para esterilizar la intervención. El costo de la intervención depende también de las ganancias de valoración y pérdidas derivadas de posteriores movimientos del tipo de cambio. El diferencial de tasas de interés puede considerarse como la representación de dos elementos: la tasa esperada de depreciación de la moneda y una prima de riesgo. En principio, las pérdidas de un banco central en el diferencial de intereses será compensado en parte-en promedio-por el aumento de la valoración de las reservas que se adquiere a través de la intervención esterilizada, como su propia moneda tiende a depreciarse, pero en la práctica no hay certeza de su ocurrencia. Si

(continued)

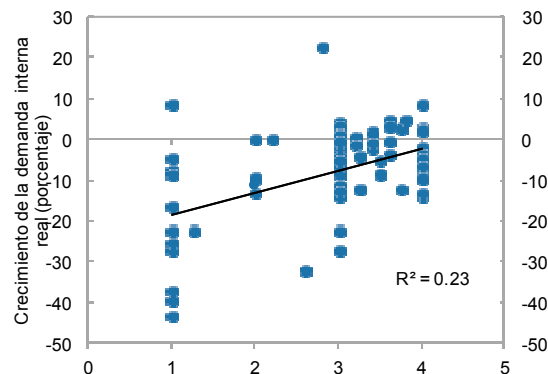
Gráfico 7. Auges de la Demanda Doméstica y Flexibilidad Cambiaria

Las economías con un menor grado de flexibilidad cambiaria experimentan mayor expansión del crecimiento de la demanda doméstica durante episodios de financiamiento externo favorable y también registran mayores contracciones de la demanda interna cuando las condiciones de financiamiento se tornan más restrictivas.

Expansiones durante períodos de condiciones financieras externas favorables¹



Contracciones durante períodos de restricción monetaria global¹



Fuentes: Canales/Kriljenko, 2010.

¹ Muestra de 42 países emergentes y avanzados. Los períodos de condiciones financieras externas favorables ("dinero fácil") incluyen 1991-96 y 2004-07, mientras que los períodos de condiciones financieras externas restrictivas incluyen 1997-98 y 2009.

estudios del FMI parecen indicar que evitar una apreciación nominal *no* limita la apreciación del tipo de cambio efectivo real en episodios de entrada de capitales pero presenta un efecto negativo sobre el PIB, y la caída de la actividad es mayor después del auge¹⁹. Intervenir demasiado temprano (cuando las expectativas de apreciación aumentan y la moneda nacional es relativamente barata) probablemente será contraproducente, generando mayor entrada de capitales que alimentarán la demanda interna y aumentarán el déficit en cuenta corriente. Por lo tanto, es importante esperar hasta que resulte claro que la moneda está sobrevaluada para que la intervención pueda producir un mayor efecto. Al evaluar esta situación, es esencial reconocer que posiblemente el tipo de cambio efectivo real de equilibrio se haya apreciado respecto a los niveles anteriores, por razones cíclicas y permanentes, debido, por ejemplo, a que los términos de intercambio se encuentran por encima de sus niveles históricos y posiblemente se mantendrán en este nivel durante un período prolongado.

posteriormente la moneda se aprecia, seguidamente, los cambios de valoración aumentarían en lugar de reducir el costo de la intervención.

¹⁹ Véase FMI (2007), capítulo 3 de *Perspectivas de la economía mundial*, "Gestión de las grandes entradas de capital".

En ocasiones se piensa que una intervención lo suficientemente grande en el mercado cambiario, siempre que sea plenamente esterilizada, podrá aislar a la economía de los efectos del financiamiento externo abundante, pero en la práctica las condiciones de financiamiento doméstico se verán relajadas a pesar de la intervención. Las condiciones crediticias domesticas mejoraran forzosamente, estimulando la demanda interna (como se explicará en detalle más adelante). Esto se debe a que algunos agentes, en especial las empresas y las instituciones financieras más importantes, podrán acceder fácilmente al crédito directamente del exterior (incluso podrían importar financiamiento que no entrará en forma de efectivo). En principio, un banco central puede continuar aumentando la tasa de interés de política monetaria para limitar la demanda interna pero, como la abundancia de capitales es en parte endógena, esto posiblemente provocará una entrada de capitales aún más rápida y estimulará una mayor reorientación por parte de los agentes internos hacia fuentes externas de financiamiento.

Con todo, la intervención en el mercado cambiario podría formar parte de los instrumentos a utilizar, especialmente si ya ha ocurrido algún grado de apreciación, lo que la hace más eficaz, y si se diseña de manera de limitar posibles efectos contraproducentes. La intervención, cuando se considera que el tipo de cambio está claramente sobrevaluado, posiblemente será más eficaz —y no solo para influir sobre el tipo de cambio, sino también para tratar de frenar o quebrantar un ciclo en que la reactivación de los “espíritus animales”, los flujos de crédito y de capital, la demanda interna y los precios de los activos se refuerzan mutuamente—, entre otras formas, al enviar señales sobre una situación preocupante para las autoridades. Una intervención que comience demasiado pronto o de rutina perdería estas ventajas. Cabe destacar que en toda estrategia de intervención será esencial proteger la flexibilidad cambiaria de modo que las apuestas en un solo sentido no se perpetúen. Existen algunos parámetros que pueden ayudar en el diseño de esta intervención, tales como evitar los precios objetivo fijos que pueden invitar a los mercados a poner a prueba los compromisos, y mantener la intervención focalizada en el monto de divisas que se comprarán, en especial cuando se diseña un programa de intervención con fecha de término que permite una manera natural de volver a la flotación plena.

Teniendo en cuenta que en general los problemas de suficiencia de las reservas no son una cuestión primordial en AL en este momento, la intervención deberá fundamentarse en otros parámetros. Si un país tiene un nivel limitado de reservas internacionales, la intervención podría ser beneficiosa para acumular un colchón de seguridad. Sin embargo, dado que la mayoría de la región ya dispone de amortiguadores relativamente adecuados según los parámetros tradicionales, las decisiones de intervención deberán obedecer a otros elementos de juicio, como la escala del problema que se enfrenta, y que se relaciona a la magnitud de la entrada neta de capitales y al déficit en cuenta corriente. Los países con una mayor dolarización de los depósitos podrían intentar ser mas agresivos en su intervención para limitar la posibilidad de una fuerte depreciación cuando cambien las condiciones. No obstante, es preciso tener en cuenta que la volatilidad y la apreciación del tipo de cambio

tienden a reducir la dolarización y que una intervención de gran volumen podría frenar este proceso.

C. Políticas Macroprudenciales

Dado que la intensidad y duración de las condiciones de financiamiento externo favorables son conducentes a burbujas de crédito y de precios de los activos, son esenciales un marco microprudencial sólido (MiP) y fortalecer las políticas macroprudenciales (MaP), de manera de asegurar la estabilidad financiera y reducir la prociclicidad. La resistencia demostrada por el sector financiero de AL durante la reciente crisis financiera mundial no debería ser una razón para la complacencia MiP en el contexto actual (y en medio de un continuo desarrollo financiero en la región). Además, para enfrentar el riesgo sistémico y limitar la prociclicidad financiera es necesario utilizar un enfoque MaP, que permita reducir las vulnerabilidades derivadas de los descalces de monedas y plazos, así como limitar de la toma de riesgos y la aplicación de normas crediticias demasiado flexibles. Como puso de manifiesto la reciente crisis financiera, los riesgos de liquidez deben abordarse en épocas de prosperidad (cuando el funcionamiento de los mercados no se ve limitado y prevalece la percepción de liquidez) para evitar que se transformen en problemas de solvencia en situaciones de presión. Las políticas macroprudenciales, al limitar la prociclicidad financiera, contribuirán a reducir su impacto sobre el crédito y la absorción. Los países que han elegido permitir un menor grado de flexibilidad cambiaria, con la idea de una dolarización sustancial, tal vez tendrán que recurrir a un mayor uso de políticas macroprudenciales. Pero el marco macroprudencial no debe considerarse un remedio milagroso, ni sustituir las políticas esenciales monetarias, fiscales y cambiarias como se explicó anteriormente. En el caso de las entradas que se canalizan principalmente a través del sector financiero, el marco MaP puede, de hecho, constituir una barrera efectiva suficiente para afrontar las vulnerabilidades macroeconómicas adversas derivadas de una entrada excesiva de capitales²⁰.

El diseño del marco MaP debe abarcar al mismo tiempo una supervisión de amplio alcance e intervenciones focalizadas, y éstas deberán formar parte de una estructura institucional. Para evitar distorsionar los mercados o segmentos no afectados por la condiciones exuberantes, las medidas prudenciales deben tratar de “ir contra la corriente” en los sectores específicos afectados en un momento determinado. Por ejemplo, mayores exigencias de encaje y un sistema de provisiones dinámicas pueden constituir dos mecanismos eficaces si el crédito global está expandiéndose rápidamente, pero establecer relaciones préstamo/valor más altas resulta útil si el crédito inmobiliario es el segmento que

²⁰ Ostry *et al.* (2011) examinan un marco para decidir el momento en que probablemente haya que complementar el marco macroprudencial con controles de capital. Véase FMI (2010 d), *Perspectivas de la economía mundial*, en donde se presenta una discusión del marco macroprudencial en el contexto latinoamericano.

crece con demasiada rapidez. Si el problema es la toma de riesgos por parte de intermediarios, la regulación podría abordar los riesgos de financiamiento. Asimismo, si los descálces de monedas a nivel del prestatario final son motivo de preocupación, la regulación prudencial podría incorporar el riesgo de crédito generado por dicho descálce a nivel del prestatario. Dada la nueva naturaleza del uso de instrumentos prudenciales para gestionar el riesgo macroeconómico, una experimentación limitada podría contribuir a la exploración de la eficacia de estos instrumentos teniendo en cuenta al mismo tiempo los posibles efectos negativos sobre el desarrollo del sector financiero²¹. Es necesaria una supervisión de amplio alcance porque puede producirse un apalancamiento excesivo en cualquier segmento del sistema financiero (regulado o paralelo) y transmitir externalidades materiales al resto del sistema y a la economía global. Por lo tanto, la supervisión MaP debe abarcar todas las actividades del sector financiero y también puede requerir el monitoreo del balance del sector empresarial. Debido a la existencia de una superposición de responsabilidades e instrumentos en la conducción de las políticas MaP, es importante la adopción de un mecanismo institucional dotado de mandatos claros, transparencia y principios para la coordinación. Dado que un marco MaP no puede fundamentarse únicamente en reglas —porque resultaría imposible calibrar los instrumentos adecuados en todas las circunstancias— este enfoque requerirá cierto grado de discrecionalidad.

D. Restricciones a la Cuenta de Capitales

Las políticas macroeconómicas y MaP pueden ser insuficientes para contener los riesgos en un contexto en que el sector bancario paralelo (“shadow banking”) puede intermediar flujos de capital y en el que las empresas tienen acceso directo al financiamiento externo, generando un exceso de absorción en el sector privado. Como se explicó anteriormente, incluso en el caso de una intervención plenamente esterilizada, las tasas de interés internacionales más bajas flexibilizarían las condiciones de financiamiento interno, dado que las empresas e instituciones financieras con acceso directo al financiamiento externo afrontarían tasas de interés más bajas, mientras que la intervención esterilizada mantendría invariable la tasa de interés interna. Además, la excesiva expansión del crédito podría exacerbarse si los bancos adoptan normas crediticias menos estrictas. Las condiciones de financiamiento externo favorables repercutirían en última instancia estimulando la demanda interna y generando excesivos déficits en cuenta corriente, lo que plantea la cuestión de cómo contrarrestar la acumulación de vulnerabilidades.

²¹ América Latina ha desempeñado una función central en la formulación de políticas MaP, incluso antes de la crisis financiera mundial, y muchos países de la región ya han establecido sistemas de provisiones dinámicas y han acumulado reservas prudenciales de liquidez en forma de encaje legal. Se están estableciendo comités de estabilidad financiera o se está considerando su creación, mientras que en muchos países ya está en marcha el proceso de implementación de Basilea III, incluidos los recargos de capital sistémicos y anticíclicos. (Véase la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas económicas: Las Américas* FMI (2010d)).

En el contexto actual de circunstancias externas extraordinarias, podrían ser necesarias restricciones temporales a la cuenta de capital por razones macroeconómicas si existe el riesgo de que el déficit de la cuenta corriente externa alcance niveles insostenibles. Un primer principio para el uso de restricciones a la cuenta de capital es que estas deben ser de carácter temporal y limitarse solo a circunstancias extraordinarias. Un segundo principio es que no deben utilizarse para obstaculizar la parte saludable y necesaria del ajuste, que se analizó anteriormente, sino solo cuando se justifiquen por serias preocupaciones a nivel macroeconómico. Un tercer principio es que las restricciones de la cuenta de capital no deben sustituir a los ajustes básicos de las políticas macroeconómicas y al fortalecimiento del marco macroprudencial en sectores propensos a las burbujas. Es importante resaltar que estos ajustes por sí solos pueden no ser suficientes. Dados los déficits externos existentes y las tendencias recientes en AL, existen limitantes respecto al deterioro de la cuenta corriente que puede tolerarse sin correr riesgo. Si los ajustes macroeconómicos y de política financiera no son suficientes para contener la expansión de la demanda interna, los países podrían verse obligados a utilizar restricciones a la cuenta de capital para evitar la acumulación de vulnerabilidades y posibles crisis en el futuro. En la práctica, para determinar si el deterioro de las posiciones externas se está convirtiendo en un problema, será importante enfocarse en las estimaciones de las cuentas corrientes estructurales, eliminando los componentes cíclicos y las fluctuaciones temporales de los términos de intercambio. El objetivo de las restricciones a la cuenta de capital sería aumentar de manera efectiva las tasas de interés internas para contener un crecimiento excesivo de la demanda privada.

Dadas las consideraciones anteriores, las restricciones a la cuenta de capitales deberán diseñarse teniendo en cuenta las circunstancias específicas de cada país y aplicarse sobre una base amplia. Esto significa considerar, entre otros elementos, el grado de integración en los mercados de capitales (incluyendo las barreras ligadas al grado de desarrollo y a la credibilidad); la medida en que el establecimiento de controles de capital represente un cambio de régimen para el país, con efectos colaterales perjudiciales; la capacidad institucional para implementar y gestionar estos controles, y la disposición a aplicarlos a nivel general en todos los sectores y a todos los instrumentos (incluida la inversión extranjera directa) para evitar dejar entradas abiertas que permitan eludir dichos controles (lo que podría generar burbujas en determinados segmentos y mercados). En resumen, no es posible presuponer la viabilidad y eficacia de estos controles, sino que esto se evidenciará en la práctica. La evidencia en la literatura acerca de la efectividad de los controles de capital, tiende a apoyar este punto de vista: estos controles posiblemente tendrán algún efecto, particularmente en la composición de la entrada de capitales (aunque parte de este efecto puede reflejar un cambio en su registro). Los resultados sobre el efecto del volumen total de la entrada son menos concluyentes, probablemente debido a la cobertura limitada o selectiva de los controles que suelen aplicarse en la práctica. Diversos estudios también concluyen que la eficacia de los controles tiende a reducirse a lo largo del tiempo a medida que se desarrollan métodos para eludirlos, de modo que deberán realizarse esfuerzos

continuos para fortalecerlos a fin de mantener su eficacia. En este aspecto, será esencial que exista la voluntad de implementar estos controles en forma amplia.

V. COMENTARIOS FINALES

AL afronta circunstancias internacionales excepcionales con gran abundancia de capitales hacia la región y elevados términos de intercambio. La respuesta adecuada ante esta alineación excepcional de circunstancias mundiales es un abanico de políticas: permitir que los tipos de cambio flexible desempeñen su rol cíclico y defensivo ante el abundante financiamiento externo; implementar políticas fiscales acíclicas; fortalecer proactivamente los marcos MiP y adoptar políticas MaP que protejan al sector financiero y reduzcan la prociclicidad. En algunos casos, y a fin de evitar un riesgo excesivo derivado de déficits en cuenta corriente elevado, puede ser necesario recurrir a restricciones a la cuenta de capital por razones macroeconómicas. Este posible uso temporal de controles de capital en AL debería considerarse como un mecanismo de defensa para evitar futuras crisis, contribuyendo así a la estabilidad global en un mundo de políticas subóptimas. En la práctica, las respuestas de política probablemente deberán avanzar en muchos frentes y a distintas velocidades debido a las limitaciones y desfases de implementación. No obstante, las restricciones a la cuenta de capital no deben sustituir a los ajustes esenciales de las políticas macroeconómicas y el fortalecimiento de las políticas MaP.

Referencias

- Bakker, Bas B., y Anne-Marie Gulde, 2010, “The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?”, IMF Working Paper WP/10/130.
- Brunnermeier, Markus, Stefan Nagel y Lasse H. Pederson, 2009, “Carry Trades and Currency Crashes”, capítulo 5, National Bureau of Economic Research.
- Canales-Kriljenko, J., 2010, “Demand Booms under Easy Foreign Money: The Role of Exchange Rate Flexibility”, mimeo.
- Chinn, Menzie D., y Hiro Ito, 2008, “A New Measure of Financial Openness”, *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, No. 3, págs. 309–22 (septiembre).
- Clements, Benedict J., y Herman Kamil, 2009, “Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia”, IMF Working Paper WP/09/30.
- De Gregorio, Jose, 2010a, “Tackling the Capital Inflow Challenge”, Economic Policy Paper No. 35, Banco Central de Chile, mayo de 2010.
- _____, 2010b, “Macroprudential Regulation, Financial Stability, and Capital Flows”, Economic Policy Paper No. 37, Banco Central de Chile, septiembre de 2010.
- FMI, 2007, “Gestión de las grandes entradas de capital”, capítulo 3, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2007.
- _____, 2010a, “Global Liquidity Expansion: Effects on “Receiving” Economies and Policy Response Options”, capítulo 4, *Global Financial Stability Report*, abril de 2010.
- _____, 2010b, “Desafíos que plantean las condiciones favorables de financiamiento externo”, capítulo 3, *Perspectivas económicas: Las Américas*, mayo de 2010.
- _____, 2010c, “Herramientas macroprudenciales en América Latina: Conceptos básicos”, capítulo 4, *Perspectivas económicas: Las Américas*, octubre de 2010.
- _____, 2010d, “Emerging Europe and the Global Crisis: Lessons from the Boom and Bust”, capítulo 3, *Regional Economic Outlook—Europe*, octubre de 2010.
- _____, 2010e, “¿Cómo influiría una mayor escasez de metales en los precios?”, recuadro 1.5, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2010.
- _____, 2011, “Recent Experiences in Managing Capital Flows—Cross-cutting Themes and Possible Policy Framework”, estudio preparado para su examen en el Directorio Ejecutivo del FMI. Disponible vía internet en: <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4542>

Magud, Nicolas, y Sebastián Sosa, 2010, “When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth”, IMF Working Paper WP/10/271.

Ostry, Jonathan D., Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhart, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note SPN/10/04, febrero de 2010.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne, 2011, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, IMF Staff Discussion Note 11/06/2011. Disponible vía internet en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>

Schindler, M., 2009, “Measuring Financial Integration: A New Data Set”, *IMF Staff Papers*, vol. 56, No. 1, págs. 222–38.