

**Las Economías Emergentes frente a la Bonanza Financiera**

Palabras de

Manuel Sánchez González

Subgobernador del Banco de México

en la

IX Reunión de Responsables de Política Monetaria

CEMLA

Banco Central de la República Argentina

Mayo 23 de 2013

Es para mí un honor dirigirme a los responsables de política monetaria de los bancos centrales miembros e invitados del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Agradezco al Banco Central de la República Argentina y al CEMLA la oportunidad de participar en esta conferencia, dedicada a la discusión de las posibles implicaciones de la política monetaria de los países avanzados sobre los mercados emergentes.

Desde la gran crisis de 2007-2008, las economías desarrolladas han aplicado una amplia gama de medidas para contrarrestar la turbulencia financiera y sus secuelas en la actividad productiva. Dentro de estas acciones, la política monetaria expansiva ha sido a la vez innovadora y determinante en el manejo de los problemas internos, al tiempo que también ha generado desafíos para las economías emergentes, en cuanto a sus probables repercusiones y necesidades de respuesta.

En mis comentarios me gustaría abordar, primero, el posible impacto de la política monetaria de las naciones desarrolladas sobre las economías emergentes, manifestado especialmente en un significativo incremento de las entradas de capital; en segundo lugar, algunas preocupaciones y riesgos asociados con estos flujos; y en tercer lugar, las principales medidas que pueden adoptar las autoridades de muchos países en desarrollo para mitigar algunas vulnerabilidades derivadas de este auge.

## **Economías avanzadas y flujos de capital**

La gran crisis financiera global llevó a la mayoría de los bancos centrales a relajar considerablemente sus políticas monetarias, incluyendo estrategias no convencionales en algunas naciones avanzadas. En particular, en Estados Unidos, el Banco de la Reserva Federal redujo su tasa de interés de referencia hasta alcanzar niveles cercanos a cero a finales de 2008, al tiempo que expandió sustancialmente sus facilidades de liquidez.

A diferencia de la Gran Depresión de 1929-1933, caracterizada por corridas bancarias a favor del efectivo, en la reciente crisis, el público prefirió instrumentos financieros amparados por el Gobierno, buscando deshacerse de otros valores percibidos repentinamente como de elevado riesgo. En esta ocasión, la Reserva Federal actuó oportunamente como prestamista de última instancia, controlando de forma efectiva el pánico financiero.

Una vez estabilizados los mercados, algunos bancos centrales de naciones desarrolladas han continuado flexibilizando su postura monetaria, con el objetivo de impulsar la recuperación de sus economías. Así, en Estados Unidos se han puesto en marcha programas sucesivos de relajamiento monetario cuantitativo, consistentes en la adquisición de activos financieros, preponderantemente bonos del Tesoro e instrumentos respaldados por hipotecas, a cambio de reservas bancarias. El tamaño del balance del FED ha alcanzado aproximadamente 20 por ciento del PIB, la proporción más alta de su historia.

Si bien la política monetaria ha apoyado la actividad económica, como era de esperarse por sí sola no ha podido generar una recuperación firme y sostenida. En Estados Unidos, la expansión monetaria no convencional implantada durante más de cuatro años no ha impedido que la reanimación económica sea la más lenta de la posguerra, manteniéndose la economía por debajo de su tendencia de largo plazo.

El FED ha anunciado que continuará con su postura laxa por un periodo largo, condicionando las decisiones sobre la tasa de interés a ciertos parámetros de desempleo e inflación. A pesar de sus efectos favorables, la extraordinaria laxitud monetaria puede crear problemas. Las bajas tasas de interés pueden facilitar la adopción de riesgos excesivos y el financiamiento de inversiones de reducido rendimiento, lo que puede mermar la eficiencia y poner en peligro la estabilidad financiera. Además, llegado el momento, el retiro del estímulo monetario podría ser complicado, generando volatilidad en los mercados financieros o arriesgando el control de la inflación.<sup>1</sup>

Ahora bien, dada la globalización de los mercados, es natural esperar que la abundancia de liquidez de las economías desarrolladas se extienda al resto del mundo, como parte del proceso de búsqueda de rendimientos y tolerancia de mayor riesgo. Un posible destino de las inversiones son los activos de las economías en desarrollo, en la forma de acciones o deuda bancaria y no bancaria.

---

<sup>1</sup> Para una discusión de estos riesgos, véase la minuta del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal de marzo 19-20, 2013.

De hecho, desde mediados de la década pasada, se han observado considerables entradas de capital de no residentes a los mercados emergentes, con un pico en 2007, una desaceleración en los siguientes dos años y un nuevo ímpetu a partir de 2010. Aproximadamente la mitad de estos in-flujos han correspondido a la inversión extranjera directa. Sin embargo, lo peculiar en los últimos tres años ha sido la participación significativa de la inversión de cartera, especialmente la destinada a títulos de deuda, la cual parece haberse acelerado durante 2013.<sup>2</sup>

Aunque las entradas significativas de capital a las economías emergentes no representan un fenómeno sin precedente en la historia moderna, su actual vigor ha reabierto el debate sobre el papel que las políticas monetarias laxas de los países avanzados han jugado en éstas. Indudablemente, la sincronía de los in-flujos de capital en muchos países en desarrollo y otros de reciente industrialización apunta a que los factores externos globales podrían ser cruciales.

Aunque la investigación sigue en marcha, los estudios estadísticos sugieren que la política monetaria de las naciones avanzadas ha sido un detonador de las entradas de capital a las economías emergentes. Esta observación avala la hipótesis de que la política monetaria expansiva tiene un canal de transmisión que tiende a amplificar

---

<sup>2</sup> Véase IIF (2013), "Capital flows to emerging market economies", *IIF Research Note*, enero; y Banco de México (2013), *Informe sobre la inflación: enero-marzo 2013*, p. 27.

el riesgo adoptado por los inversionistas.<sup>3</sup>

Un segundo determinante de los flujos de capital es la menor aversión global al riesgo. No obstante, por lo menos desde 2009, no puede descartarse que la mayor tolerancia global al riesgo haya dependido, en cierto grado, de la propia postura y las perspectivas de la política monetaria de los países avanzados. Así, por ejemplo, los inicios de las disminuciones más notables en los diferenciales de rendimiento de los bonos de mercados emergentes negociados internacionalmente, que se incluyen en el índice EMBI+ de JP Morgan, parecen coincidir con los anuncios de las diferentes etapas de relajamiento monetario de Estados Unidos.

Los mismos estudios confirman que un tercer predictor de las entradas de capital son las características individuales de las economías emergentes, lo cual es lógico esperar dadas las diferencias internacionales en la intensidad y composición de estos flujos. Entre los elementos idiosincráticos se encuentran las perspectivas de crecimiento económico, la apertura de la cuenta de capitales, el régimen cambiario, los fundamentos macroeconómicos, el “riesgo país” y las propias necesidades de financiamiento de las naciones en desarrollo.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> El menor costo de fondos en moneda extranjera permite a los bancos locales aumentar el crédito lo que, junto con otras inversiones de extranjeros, tiende a apreciar la moneda y a reducir la volatilidad real, haciendo parecer menos riesgoso el crédito y promoviendo, a su vez, una mayor adopción de riesgos. Véase Bruno, V. y H.S. Shin (2012), “Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy”, *BIS Working Papers*, diciembre.

<sup>4</sup> Dos análisis empíricos de los factores que explican los flujos de capital, incluyendo la política monetaria, son Ghosh, A.R., *et al.* (2012), “Surges”, *IMF Working Paper*, WP/12/22, enero; y Fratzscher, M. (2011), “Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis”, *ECB Working Paper Series*, Núm. 1364, julio.

## **Preocupaciones y riesgos sobre los flujos de capital**

En principio, los flujos de capital deben considerarse positivos ya que, por una parte, permiten a las economías emergentes complementar sus fuentes de financiamiento para la actividad productiva y, por otra, hacen posible que los acreedores obtengan mayores rendimientos diversificando sus riesgos. No obstante estas bondades, las entradas abruptas de capital, en particular las que responden a objetivos de corto plazo, pueden desencadenar efectos no deseados sobre la economía. Son dos los motivos principales de preocupación.

El primero tiene que ver con la posible gestación de desbalances financieros para las familias, las empresas o el gobierno, en la forma de un apalancamiento excesivo e insostenible. Este fenómeno puede estar acompañado de burbujas en los precios de los activos financieros, cuya noción hace referencia a desviaciones prolongadas de estos precios por encima de los valores congruentes con sus condiciones fundamentales. Por ejemplo, en Estados Unidos, la burbuja de bienes raíces reflejó y retroalimentó la burbuja de crédito, cuya combinación condujo a la gran crisis financiera global.

Los activos cuyos precios pueden ser más sensibles a las entradas de capital son, en principio, de dos tipos. Primero, los mayores recursos del exterior tienden a apreciar la moneda local, por lo que el tipo de cambio puede ser un indicador temprano de presiones; y segundo, los activos preferidos por los inversionistas,

tales como, acciones en bolsa, bonos, y bienes raíces pueden acrecentar considerablemente su valor.

Hasta ahora no existe evidencia clara respecto a la posible gestación extendida de desbalances financieros en los mercados emergentes. La mayoría de los países con entradas significativas de capital ha mantenido sus balances públicos y de cuenta corriente a PIB superavitarios o ligeramente deficitarios, así como sistemas bancarios con adecuada calidad de cartera aun en casos de elevado dinamismo crediticio.<sup>5</sup> A su vez, la contención de presiones de gasto interno en la cuenta corriente se explica, en parte, por la acumulación de reservas internacionales de los bancos centrales, así como el financiamiento externo de algunos corporativos, cuyos recursos se invierten en el exterior.

En contraste, los datos sugieren que los precios de algunos activos financieros de los mercados emergentes han aumentado notablemente. De 2007 a 2013, la mayoría de las monedas se ha apreciado en términos reales multilaterales, inclusive algunos análisis sugieren que en ciertos casos estos valores podrían estar por encima del referente de equilibrio tomando en cuenta sus condiciones fundamentales.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Véase IMF (2013), *Global Financial Stability Report*, Capítulo 1, IMF; y Lanzeni, M.L. y C. Weistroffer (2013), "Emerging markets: Who is vulnerable to overheating?", *Deutsche Bank Research Briefing, Emerging Markets*, 12 de marzo.

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, Mustafayev, N. (2013), "Valuation of emerging markets currencies", *Credit Suisse Economics Research*, 21 de marzo.



Por su parte, los índices de las bolsas de valores de la mayoría de las economías emergentes han mostrado un comportamiento semejante a los de Estados Unidos, rebasando algunos de ellos los niveles previos a la crisis. Sin embargo, al igual que en esa economía, los niveles relativamente elevados podrían estar justificados por la generación de utilidades empresariales en los años recientes. En contraste, no se observa una tendencia general de ascenso desmesurado en los precios de los bienes raíces.<sup>7</sup>

Asimismo, los bonos gubernamentales han experimentado considerables apreciaciones, al contribuir la expansión monetaria de las economías avanzadas a sucesivos desplazamientos a la baja y aplanamientos de la curva de rendimientos de las economías emergentes.<sup>8</sup> En la medida en que las políticas monetarias laxas de los países desarrollados no representan una situación normal, es dable suponer que la actual valuación de los bonos de los mercados emergentes se encuentre por arriba de sus valores de largo plazo.

No obstante, las observaciones anteriores no pueden considerarse como completas o definitivas. La información estadística disponible es limitada y pudiera estar impidiendo una lectura más adecuada de la evolución de algunos mercados.

---

<sup>7</sup> Véase Cubeddu, L., *et al.* (2012), "Latin America: Vulnerabilities Under Construction?", *IMF Working Paper*, WP/12/193, julio.

<sup>8</sup> Edwards, S. (2010), "The international transmission of interest rate shocks: The Federal Reserve and emerging markets in Latin America and Asia", *Journal of International Money and Finance*, 29 contiene un examen empírico de la transmisión de cambios en las tasas de interés de Estados Unidos sobre las de los mercados emergentes.

Además, la situación actual no representa una garantía de que en el futuro próximo no surja evidencia de gestación de problemas. Por otra parte, las burbujas financieras son difíciles de detectar de antemano ya que, cuando son evidentes, los mismos participantes del mercado pueden propiciar su eliminación mediante apuestas en contra.

Un segundo motivo de preocupación es que los factores identificados como explicativos de los flujos de capital, en particular las de cartera, pueden variar con el tiempo. La experiencia internacional confirma, una y otra vez, que los auges en los flujos de capital invariablemente han terminado en interrupciones e incluso reversiones súbitas. Esto puede ocurrir aun si no se gestaran desbalances financieros internos, por razones que nada tengan que ver con el país receptor, como podría ser el caso de la anticipación de condiciones monetarias más estrechas en las naciones desarrolladas y un incremento en la aversión al riesgo global.

Independientemente de sus posibles causas, las reversiones de los flujos de capital tienden a deprimir los precios de los activos y propiciar recortes de gasto agregado con efectos adversos sobre la actividad económica. El impacto se magnifica por la simultaneidad de estos eventos en muchas economías y el carácter frecuentemente apalancado de las instituciones que financian las entradas de capital. Internamente, deudores y ahorradores con exposición al riesgo de tasas de interés pueden tener daños considerables.

## **Políticas de las economías emergentes**

Los riesgos asociados con los auges en las entradas de capital requieren la aplicación de estrategias por parte de las autoridades, que permitan prevenir y manejar el surgimiento de problemas en la economía y el sistema financiero. Las herramientas al alcance de los responsables de la política económica caen en dos grupos.

El primero consiste en medidas para desalentar los flujos de capital, con base en el supuesto de que la parte más volátil de estos recursos es la correspondiente a cartera, cuya principal motivación podría ser la búsqueda de rendimientos financieros. Por ello, una forma de atenuar la atracción de los recursos del exterior es ajustando a la baja las tasas de interés de política monetaria, aun a niveles que pudieran no ser óptimos desde el punto de vista de estabilidad en el nivel general de los precios.

No es posible saber el grado en que esta consideración haya influido en las decisiones de política monetaria en las economías emergentes, si bien algunos estudios sugieren que pudiera ser un elemento significativo.<sup>9</sup> Independientemente de su frecuencia, este enfoque puede poner en peligro el anclaje de las expectativas de inflación y comprometer el control de la misma en el futuro. Además, el riesgo de

---

<sup>9</sup> Véase Taylor, J. B. (2013), "International monetary coordination and the Great Deviation", presentado en la "Session on International Policy Coordination, American Economic Association Annual Meetings", San Diego, California; y Caruana J. (2012), "International monetary policy interactions: challenges and prospects", discurso presentado en la conferencia CEMLA-SEACEN, Punta del Este, Uruguay, noviembre.

inestabilidad puede aumentar si muchos bancos centrales reaccionan de la misma manera.

Otra vertiente en el mismo grupo son los controles explícitos de capital, incluyendo restricciones a la inversión extranjera o al financiamiento externo de corto plazo. Algunas economías emergentes han usado estos impedimentos con diversa intensidad pero, por lo general, como medidas temporales ya que presentan notables limitaciones.

Si son efectivos, los controles pueden reducir el beneficio del financiamiento de proyectos de inversión que no necesariamente pudieran haber representado una fragilidad financiera en el futuro. Sin embargo, su efectividad suele ser reducida, ya que es difícil evitar su evasión, y no parece haber reglas sobre las condiciones bajo las cuales se pueden aplicar exitosamente. El costo de administración de los mismos es elevado y creciente a medida que son evidentes las lagunas en su reglamentación y aumenta la búsqueda de rentas. Estas distorsiones reducen la eficiencia y pueden provocar que otras economías respondan con medidas proteccionistas al comercio internacional.

El segundo grupo de herramientas busca mitigar los posibles efectos adversos, más que desalentar las entradas de capital. Una medida frecuente ha sido la intervención de los bancos centrales en los mercados cambiarios mediante la acumulación de reservas internacionales, las cuales son una señal de solidez financiera del país, ya

que permiten enfrentar posibles interrupciones en la disponibilidad de recursos del exterior.

No obstante, esta fortaleza puede aumentar el atractivo del país para los capitales y propiciar la expectativa de futuras apreciaciones de la moneda. La necesidad de esterilizar la adquisición de divisas mediante operaciones de mercado abierto para evitar presiones de inflación implica un costo de acarreo para las autoridades monetarias. Además, la acumulación de reservas internacionales conlleva riesgos de pérdidas cambiarias por la apreciación de la moneda local.

Un enfoque complementario para contrarrestar los posibles efectos no deseados de las entradas de capital consiste en el fortalecimiento de la posición fiscal mediante la disminución del gasto público, así como la regulación prudencial del sistema financiero. Dentro de este segundo rubro, destacan los requerimientos de capital, de liquidez y de provisiones, los topes al apalancamiento y los límites a la exposición de los bancos en moneda extranjera y al crecimiento del crédito. Algunas de estas disposiciones tienen la ventaja de poder aplicarse para reducir la posible aparición de desbalances en sectores específicos de la economía.

## **Conclusiones**

La política monetaria extraordinariamente expansiva de los países desarrollados ha contribuido a explicar las elevadas entradas de capital observadas recientemente en las economías emergentes. Aunque en principio son positivos, los flujos de

capital, sobre todo los de corto plazo, pueden terminar de forma abrupta por razones no necesariamente relacionadas con el país receptor, generando inestabilidad financiera y ajustes en la actividad económica.

La información disponible sugiere que no existen claros desequilibrios generalizados en los mercados emergentes provenientes de la abundante oferta de recursos del exterior. Sin embargo, las autoridades deben permanecer vigilantes sobre las consecuencias de las entradas de capital y actuar de forma oportuna para evitar el brote de desbalances que puedan magnificar el impacto de una posible interrupción de los flujos de capital. Considerando las ventajas y desventajas de las herramientas para hacer frente a los riesgos asociados con las entradas de capital, la estrategia que parece preferible es la mitigación de los posibles efectos adversos, en especial mediante la fortaleza monetaria y fiscal y las medidas prudenciales adecuadas sobre el sistema financiero.