

# E

## l entorno internacional y los canales de transmisión:

# ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS

JAIRO FLORES\* Y MAURICIO DE LA CUBA\*\*

La integración a los mercados globales genera beneficios pero también implica riesgos y, por lo tanto, potenciales costos que deben ser anticipados mediante políticas de carácter preventivo.

\* Especialista en Economía Mundial del BCRP.  
jairo.flores@bcrp.gob.pe

\*\* Jefe del Departamento de Economía Mundial del BCRP.  
mauricio.delacuba@bcrp.gob.pe

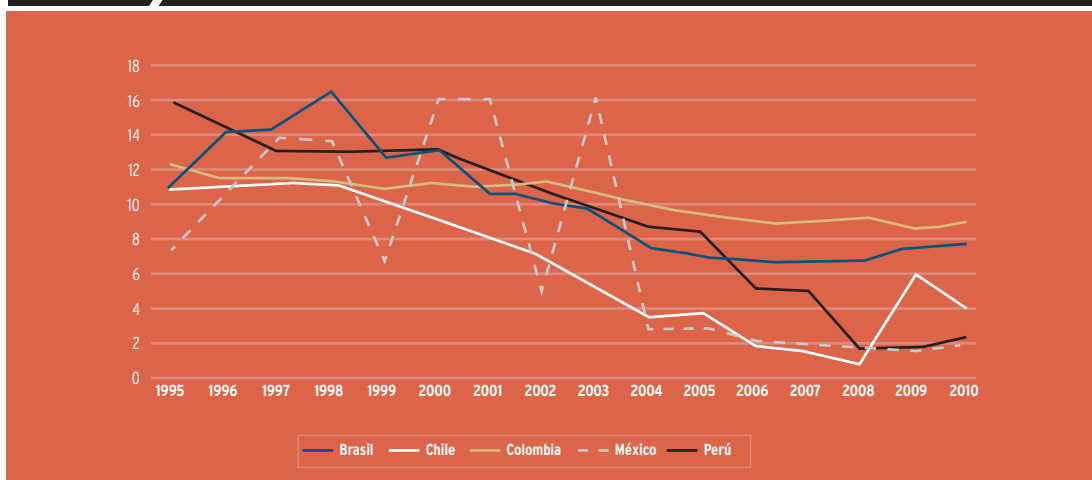
Las economías emergentes están hoy en día más integradas a un mundo que, a su vez, se muestra más volátil. Ello puede verse a través de los dos canales tradicionales: el comercial y el financiero; canales que, como veremos más adelante, están fuertemente relacionados.

La integración comercial se ha incrementado debido a los avances en las negociaciones multilaterales (en particular la ronda Uruguay 1994)<sup>1</sup>, a los acuerdos bilaterales de integración con las principales economías desarrolladas, a las innovaciones tecnológicas y a la disminución de costos de transporte, entre otros factores. El grado de apertura de las economías emergentes, medido a través de la suma de importaciones y exportaciones como porcentaje del PBI, ha aumentado gradualmente entre 1990 y 2014 en prácticamente todas las economías de América

Latina. Del mismo modo, medido a través del arancel efectivo, la apertura de las economías emergentes muestra similar tendencia (ver Gráfico 1).

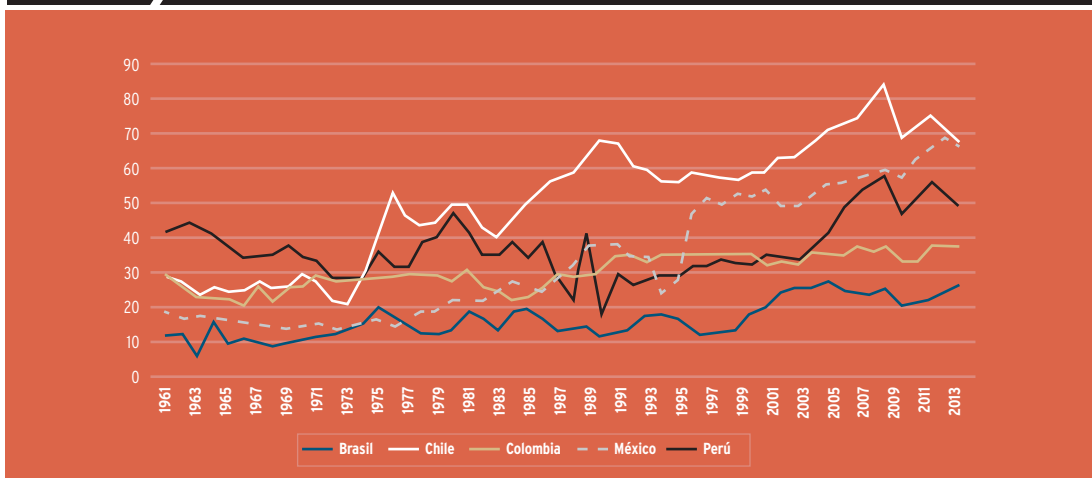
Por su parte, la integración financiera ha aumentado significativamente en las últimas décadas tras la eliminación de controles en las economías desarrolladas, las innovaciones tecnológicas y una creciente importancia de las economías emergentes dentro de la economía mundial. Un dato grafica cómo las economías emergentes se han incorporado a los mercados de capitales en las últimas décadas: hacia 1989, la agencia Moody's evaluaba títulos soberanos de sólo nueve economías emergentes (de ellas, tres de América Latina), actualmente lo hace para 84 economías emergentes. El interés de las economías emergentes se ha acentuado recién-

GRÁFICO 1A Arancel Efectivo Promedio



FUENTE: BANCO MUNDIAL

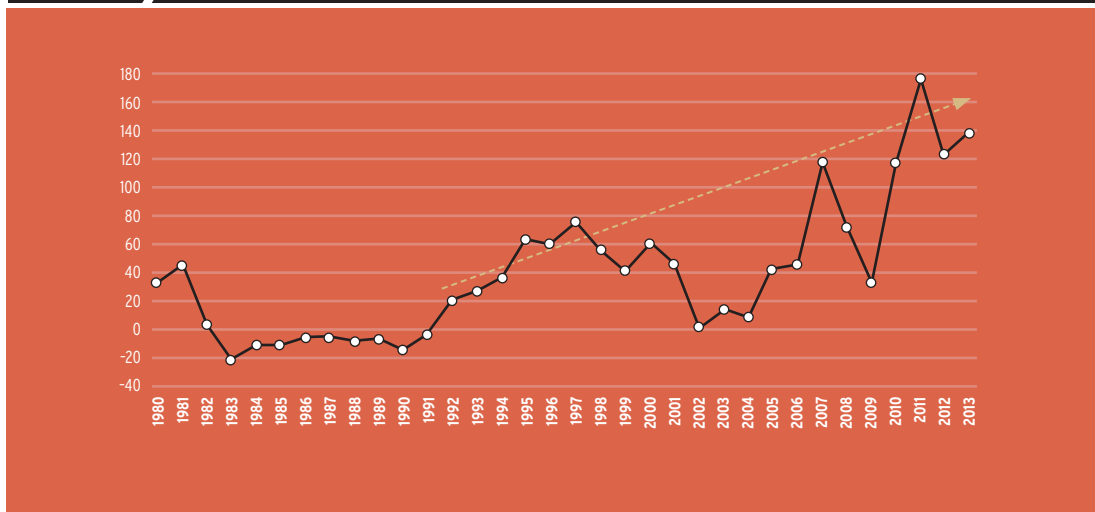
GRÁFICO 1B Apertura Comercial



FUENTE: BANCO MUNDIAL

<sup>1</sup> Respecto el impacto de la Ronda Uruguay el arancel de las economías desarrolladas, véase Disdier y otros (2013) Tariff Liberalization and Trade Integration of Emerging Countries. En CEPII Research Center Working Paper Series No 2013-36 (noviembre 2013).

**GRÁFICO 2** ■ Flujos de Capitales hacia América Latina y el Caribe



FUENTE: FMI, WEO ABRIL 2014.

El canal comercial y el canal financiero no sólo son más importantes y presentan una mayor volatilidad que en décadas pasadas, sino que también muestran una mayor correlación entre sí

temente debido al fortalecimiento de sus fundamentos macroeconómicos en un contexto en que muchos títulos de las economías desarrolladas perdieron el grado de inversión durante la crisis financiera internacional<sup>2</sup> (ver Gráfico 2).

Esta mayor integración comercial y financiera está acompañada de una mayor volatilidad. Tal como se observa en el Gráfico 3, la volatilidad del índice de precios de los *commodities* ha aumentado a lo largo de los últimos años. Similar evidencia se encuentra con prácticamente todos los principales *commodities* de exportación del Perú, con excepción de la cotización del zinc. Este incremento en la volatilidad es significativamente mayor si uno considera un período más largo: un

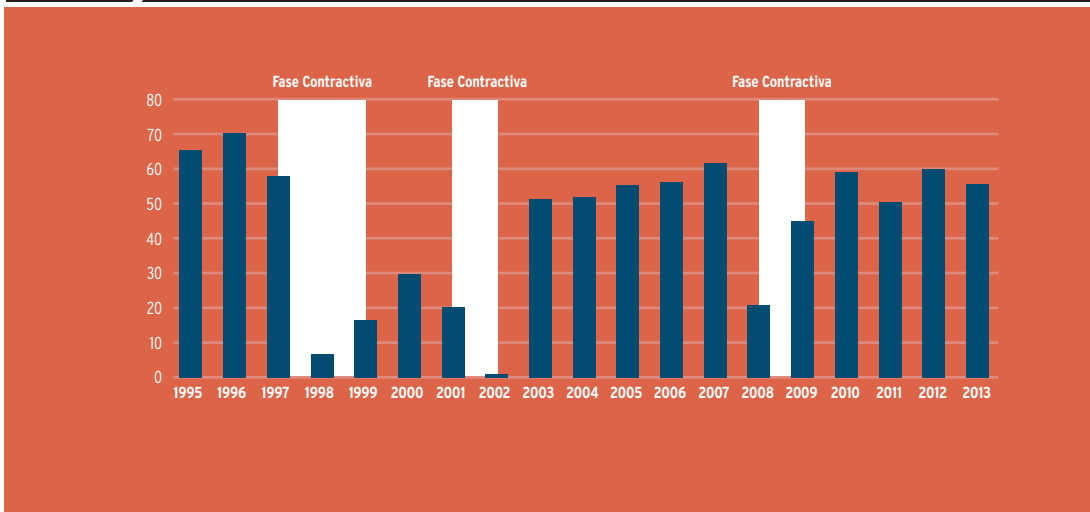
**GRÁFICO 3** ■ Volatilidad de Términos de Intercambio y flujos de capitales de LatAm (desviación estándar–promedio móvil 10 años)



FUENTE: FMI, WEO ABRIL 2014.

<sup>2</sup> El FMI, en su reporte de Estabilidad Financiera de abril de 2012, estimaba que el monto de títulos considerados seguros declinaría en aproximadamente 16 por ciento en 2016. Asimismo, Financial Times (2013) estimó que, tras la crisis financiera internacional, la oferta de bonos con calificación AAA cayó de US\$ 11 billones a US\$ 4 billones.

**GRÁFICO 4** ■ Flujos de capitales\* distintos a la IDE como % de los flujos de capital totales



FUENTE: IIF.

\* SE REFIERE A LA ENTRADA BRUTA DE CAPITALES.

estudio de la UNCTAD<sup>3</sup> muestra que el precio de una canasta de *commodities* en el período 2003-2010 es el más alto de los últimos sesenta años para diferente grupos de economías emergentes. Del mismo modo, los flujos de capital a estas economías muestran una volatilidad creciente debido principalmente al cambio de composición.

En efecto, durante las últimas dos décadas la composición de los flujos de capital se modificó sustancialmente. El peso de los préstamos a largo plazo del sector público ha disminuido ante el acceso de los gobiernos a los mercados de capitales (externos y domésticos) y los capitales privados distintos a la inversión directa extranjera han incrementado su participación. En los períodos donde predominan los flujos de entrada, los capitales distintos a la inversión directa extranjera han llegado a representar hasta dos tercios de los flujos totales (ver Gráfico 4). Uno de los casos más representativo fue el de Europa emergente donde la participación de la inversión de cartera y los préstamos aumentaron sostenidamente en los años previos a la crisis financiera internacional.

Este cambio de composición tiene implicancias para las economías receptoras de estos recursos. A diferencia de la inversión directa extranjera—que suele tener un comportamiento más estable y financiar proyectos que en el futuro incrementarán la capacidad de producción de un país—los flujos financieros vinculados a portafolio y a préstamos bancarios suelen entrar a la economía emergente durante la fase expansiva del ciclo y salir durante la fase recesiva del mismo, acentuando el ciclo económico en lugar de suavizarlo

(ver Gráfico 5). La literatura reciente también llama la atención sobre este comportamiento procíclico: Ostry (2011) encuentra que de una muestra de 41 economías emergentes, por lo menos la mitad de los *booms* crediticios que se registraron entre 2003 y 2007 estuvieron asociados con aumentos abruptos de los ingresos de capital y que la mayoría de estos booms terminaron en una reversión brusca (*bust*). La evidencia de algunos países de la Europa emergente—Letonia e Islandia por ejemplo— muestran los riesgos de expandir en exceso el gasto agregado sobre la base del financiamiento de este tipo de capitales.

El canal comercial y el canal financiero no sólo son más importantes y presentan mayor volati-



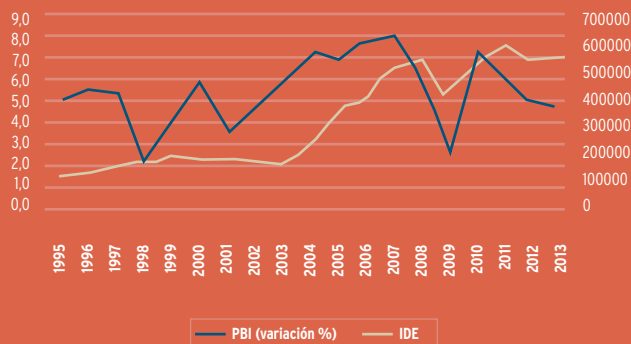
**Pero esta relación  
positiva entre capitales  
y precio de los  
*commodities* también  
opera en reversa**



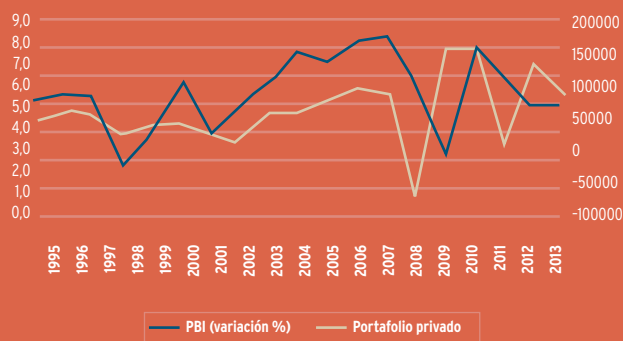
<sup>3</sup> UNCTAD (2012) Excessive Commodity Price Volatility: Macroeconomic Effects on Growth and Policy Options Contribution from the UNCTAD Secretariat to the G20 Commodity Markets Working Group (abril 2012).

GRÁFICO 5 ■ Economías emergentes

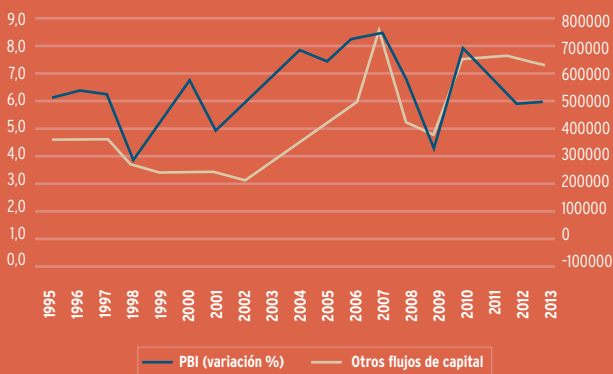
Economías emergentes:  
Inversión Directa Extranjera y PBI



Economías emergentes:  
Flujos de Portafolio Privados y PBI



Economías emergentes:  
Otros Flujos de Capital y PBI



FUENTE: IIF.

4 Commodity Research Bureau. Índice de precio de materias primas que incluye precios de metales básicos y alimentos.

5 Mayer (2009) The Growing Interdependence between Financial and Commodity Markets. En UNCTAD Discussion Papers No. 195 (octubre 2009).

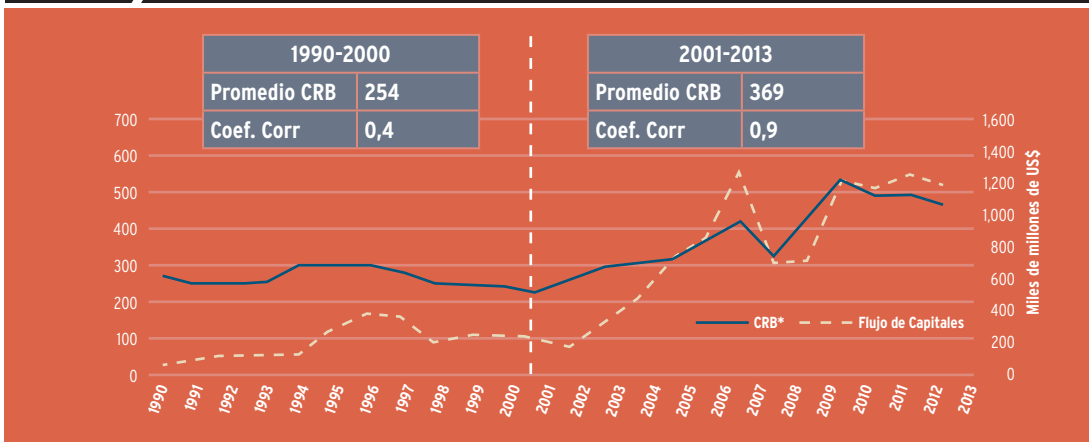
lidad que en décadas pasadas, sino que también muestran una mayor correlación entre sí. Como se observa en el Gráfico 6, los índices de precios de *commodities* CRB<sup>4</sup> y la entrada de capitales han tenido un comportamiento similar, en particular a partir de 2000. Esta correlación se explica porque la demanda de muchos *commodities*—incluyendo granos y metales básicos— responde no sólo a factores reales sino también a factores de carácter especulativo. Como lo señala Mayer (2009)<sup>5</sup>, la inversión financiera tiende a desviar los precios de sus fundamentos de oferta y demanda. Ello explica el porqué, a pesar de un menor dinamismo en la economía mundial, los precios de los *commodities* se incrementan cuando la liquidez global aumenta.

Así, como respuesta a la crisis financiera internacional, los bancos centrales expandieron la liquidez a niveles sin precedentes. Parte de este exceso de liquidez se reflejó en una entrada de capitales a las economías emergentes en busca de mayores retornos y, simultáneamente, a un incremento en las posiciones no comerciales (especulativas) de los *commodities* presionando, con ello, el precio al alza. En muchos casos, el efecto sobre los precios ha compensado la caída en los volúmenes debido a que, en el caso de estos productos, la sensibilidad de los volúmenes ante cambios en los precios es relativamente baja (ver Diagrama 1).

Pero esta relación positiva entre capitales y precios de los *commodities* también opera en reversa. A partir de mayo de 2013, tras el anuncio del presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Ben Bernanke, de una próxima reducción de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal, se dio una caída en los precios de los *commodities* y una salida de capitales. Ambos hechos redujeron la oferta de divisas y generaron presiones depreciatorias en la mayoría de economías emergentes. La recuperación de la economía norteamericana —que motivó las declaraciones de Bernanke— tuvo un efecto negativo en las cotizaciones de los *commodities*, al menos en el corto plazo.

En conclusión, las economías emergentes abiertas, pequeñas y con fuerte dependencia de los *commodities* enfrentan un entorno internacional volátil que, además, es difícil de predecir. Ante los choques externos más significativos y más correlacionados, muchas economías emergentes han llevado a cabo políticas preventivas para evitar un sobrecalentamiento de su economía durante el período de entrada de capitales y de altos precios de materias primas y, a su vez, preparar mejor a la economía para enfrentar cualquier reversión de este entorno favorable. Estas medidas incluyen restricciones a la entrada de capitales, fondos de estabilización, interven-

**GRÁFICO 6** ■ Flujos de capitales a economías emergentes y precios de *commodities*



FUENTE: BLOOMBERG Y IIF. \*CRB: COMMODITY RESEARCH BUREAU.

ciones en los mercados cambiarios, aplicación de normas prudenciales, entre otras. En el caso peruano, por ejemplo, el entorno internacional favorable observado hasta mayo de 2013 estuvo acompañado por un incremento significativo de las reservas internacionales, elevación de la tasa de encaje y medidas macro-prudenciales. La generación de este margen de respuesta es particularmente importante en economías con un grado significativo de dolarización del crédito, pues una depreciación abrupta podría tener efectos recesivos severos. Del mismo modo, resulta positivo una mayor participación de la inversión directa extranjera cuyo comportamiento, como hemos visto, tiende a ser menos volátil.

**Una depreciación abrupta podría tener efectos recesivos severos**

**DIAGRAMA 1** ■ Canales de transmisión y correlación de choques

