

Presiones cambiarias y respuesta de política en ECONOMÍAS EMERGENTES

JOSÉ AZAÑERO*, MARLON MALPARTIDA** Y MAURICIO DE LA CUBA***



* Supervisor Líder, Departamento de Economía Mundial
jose.azanero@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Economía Mundial
marlon.malpartida@bcrp.gob.pe



*** Jefe, Departamento de Economía Mundial
mauricio.delacuba@bcrp.gob.pe

En el período Enero-Octubre de 2018, la menor entrada de capitales y la caída en los precios de los *commodities* han generado una presión cambiaria para la mayoría de economías emergentes. Frente a esta presión, dichas economías han respondido con una combinación de depreciación, intervención en el mercado cambiario y alza en las tasas de interés. Las respuestas más significativas se han dado en aquellas economías con mayor vulnerabilidad externa, lo que les ha significado un deterioro en las perspectivas de crecimiento y un incremento en la inflación.

Los choques de la economía mundial se transmiten hacia las economías emergentes a través de dos canales que, como veremos más adelante, están altamente relacionados: el canal financiero y el canal comercial.

El canal financiero se vincula a la entrada o salida de capitales, en particular los de carácter especulativo, que invierten en títulos de renta fija (bonos) o variable (acciones) de las economías emergentes en busca de mayores retornos. A diferencia de la inversión directa extranjera, estos capitales son particularmente sensibles a cambios en la aversión al riesgo y en las expectativas en torno a la política monetaria de los principales países desarrollados, en particular de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed).

El Gráfico 1 presenta la evolución de los flujos para el período 2017-2018. Luego de haber enfrentado episodios de salida de capitales en 2016 (por eventos como el *Brexit* y el resultado de las elecciones en EUA), durante 2017 las economías emergentes enfrentaron una entrada neta de capitales. Sin embargo, en el presente año dos eventos gatillaron una nueva salida de capitales: las expectativas en torno al alza de tasas de la Fed y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales.

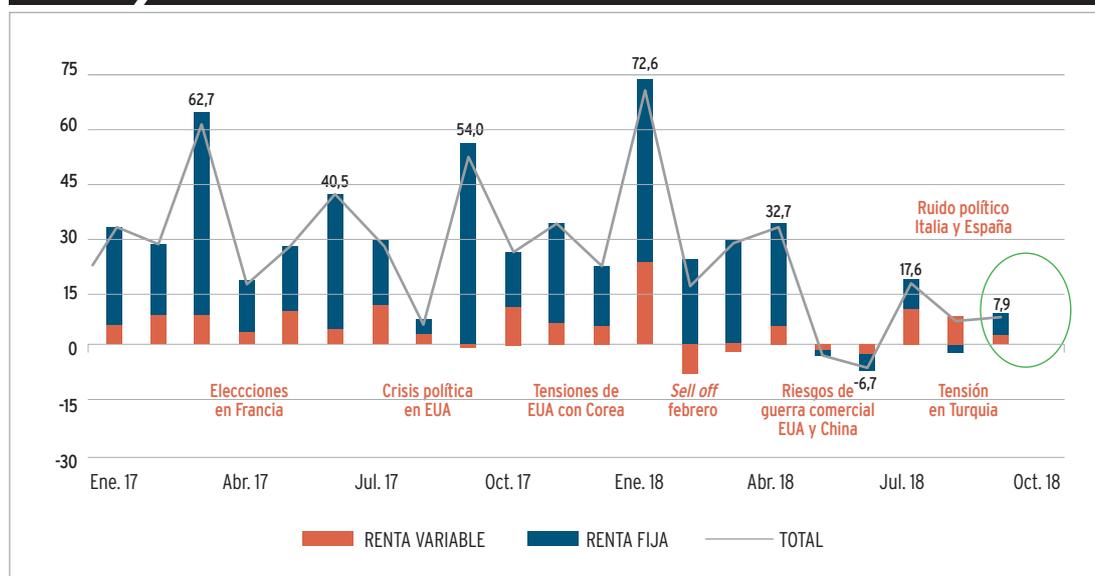
i. **Incremento en las expectativas de alza de tasas de la Fed.** A inicios de febrero, la difusión de un crecimiento de salarios de EUA por encima de lo esperado incrementó las expectativas de un alza de tasas por parte de la Fed: una vez difundido el dato de salarios, la probabilidad de un alza se incrementó de 87 a 93 por ciento. Estas expectativas llevaron a un *sell off* de acti-

vos emergentes (en particular en los mercados de renta variable) y a un fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de monedas emergentes. Asimismo, en las economías desarrolladas, se observó una liquidación de activos de renta variable y de renta fija en favor de mayores tenencias de *cash*.

ii. **Agravamiento de las tensiones comerciales entre EUA y China.** Las tensiones comerciales tuvieron un hito importante en marzo con la introducción, por parte de EUA, del arancel al acero y al aluminio, y se acentuaron a partir del segundo trimestre con la entrada de vigencia de nuevos aranceles impuestos a China. Otros factores que incrementaron la aversión al riesgo en este período fueron el ruido político en Italia, los escasos avances en las negociaciones del *Brexit*, los procesos electorales en México y Brasil y el deterioro de las perspectivas económicas de algunas economías emergentes que habían sido particularmente afectadas por el *sell off* de febrero.

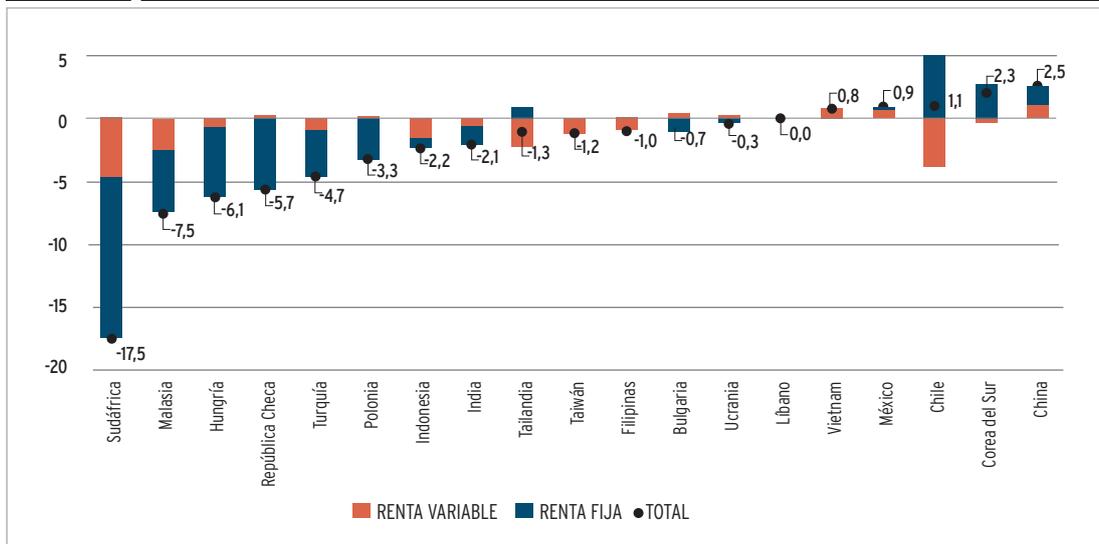
Este entorno de mayor incertidumbre también ha impactado sobre el canal comercial. En el caso de las economías de la región, cuyo sector exportador depende fuertemente de los *commodities*, el ajuste de los términos de intercambio (precios de exportaciones/precios de importaciones) ha sido el más importante. Como se observa en el Gráfico 3 (ver pág. 12), durante los episodios de volatilidad y de alta aversión al riesgo se registra una liquidación de posiciones no comerciales en los metales básicos (en el caso del cobre, se ubicaron en una posición de venta neta) y una apreciación del dólar que

GRÁFICO 1 ■ Flujo total de capital del portafolio en mil millones de US\$ (2017-2018)



FUENTE: IIF.

GRÁFICO 2 ■ Flujo total del capital de portafolio (En % de reservas, abril - agosto 2018)



FUENTE: IIF Y BLOOMBERG.

encarece el precio de las importaciones medidas en moneda doméstica¹. Estos factores habrían sido los principales determinantes detrás de la corrección reciente dado que, al menos en el corto plazo, los fundamentos del mercado de *commodities* – reflejados en el balance oferta y demanda– no se modificaron sustancialmente.

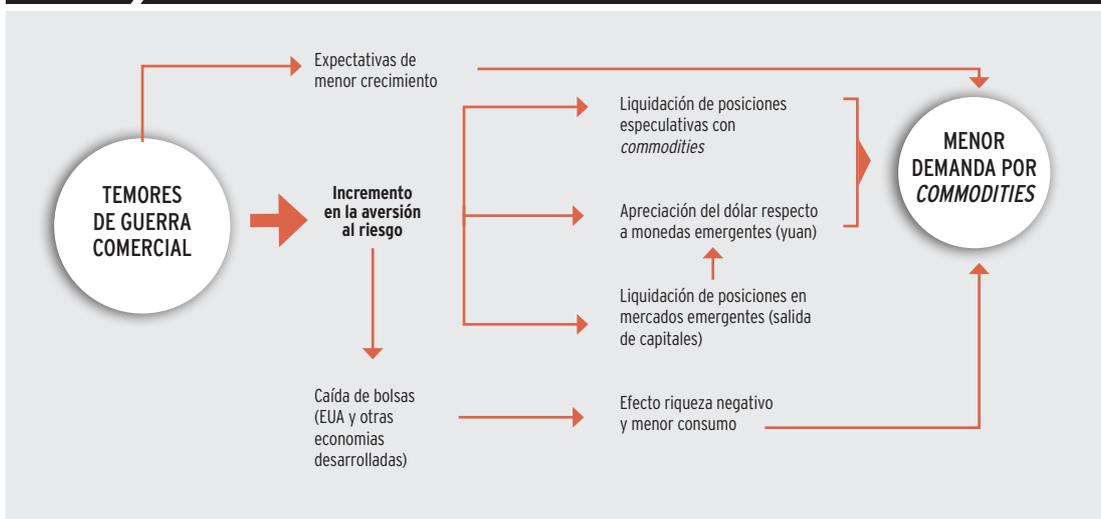
LA RESPUESTA DE POLÍTICA FRENTE AL NUEVO ENTORNO INTERNACIONAL

Este entorno internacional supone, por el lado comercial, una menor oferta de dólares y, por el lado financiero, una liquidación de activos financieros de economías emergentes y una mayor demanda por dólares. En un contexto como el señalado, las autoridades monetarias pueden

enfrentar las presiones sobre el mercado cambiario con alguna de las siguientes opciones de política (o, como veremos más adelante, con una combinación de las mismas):

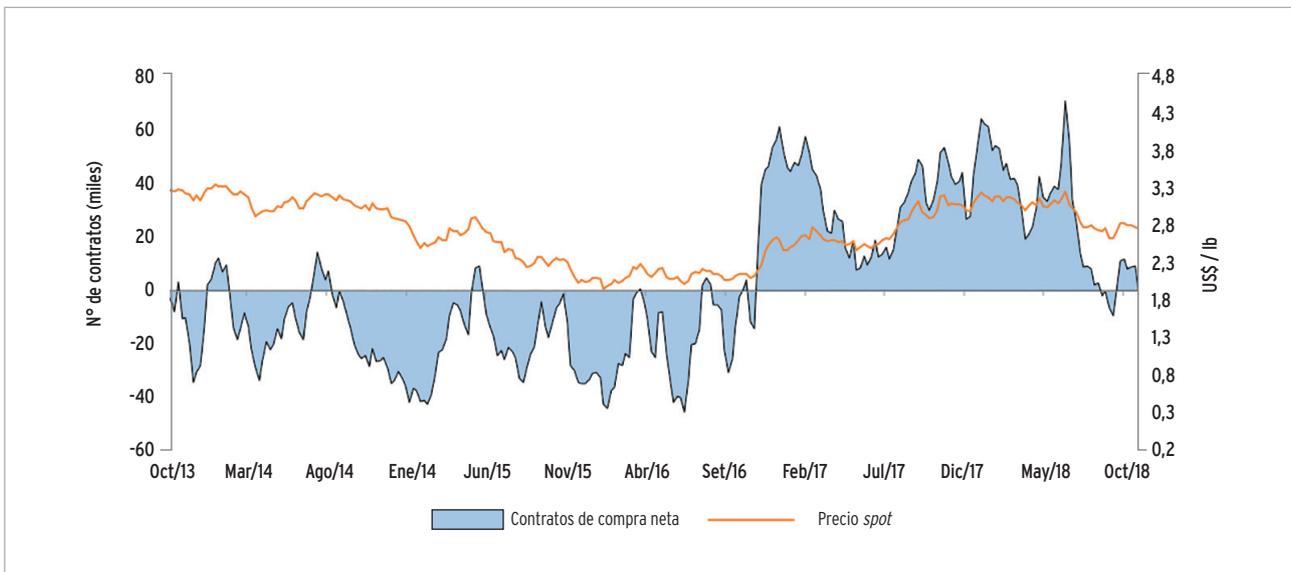
- (i) **Depreciación de la moneda doméstica.** En línea con la mayor demanda por dólares, el precio de esta divisa se eleva (lo que equivale a un ajuste vía precios).
- (ii) **Venta de dólares (o de algún instrumento de cobertura).** El Banco Central puede ofrecer los dólares que el mercado demanda, lo que supondría una disminución de sus reservas internacionales (lo que equivale a un ajuste vía cantidad). Alternativamente, puede

GRÁFICO 3 ■ Interrelación entre el canal financiero y el canal comercial



¹ En el caso del cobre se suma, además, las menores restricciones de oferta ante la ausencia de conflictos laborales significativos.

GRÁFICO 4 ■ Cobre: contratos no comerciales



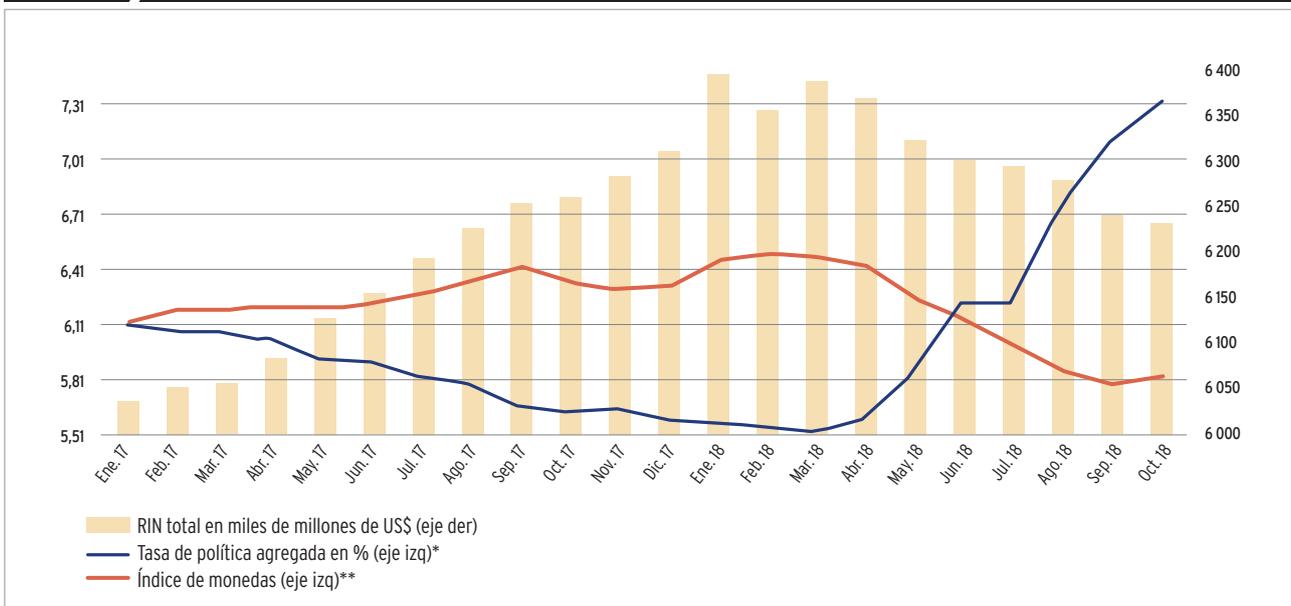
ofrecer algún título cuya rentabilidad esté *indexada* a la depreciación u otros instrumentos de cobertura.

mercado cambiario (elevación de la tasa de encaje, retiro de liquidez a través de operaciones de esterilización, entre otros).

(iii) **Una elevación de tasas de interés.** Mediante esta medida, el banco central busca aumentar la rentabilidad de las inversiones en moneda doméstica con el fin de desalentar la demanda por moneda extranjera. Junto con la elevación de tasas, se puede aplicar medidas que restrinjan la liquidez en moneda doméstica con el fin de reducir las presiones sobre el

La opción de elevar la tasa de interés suele ser más relevante en aquellas economías donde existe una débil posición de liquidez internacional, donde existe una fuerte dolarización del crédito (y descalce cambiario) o en aquellas donde las presiones depreciatorias han afectado la inflación y las expectativas inflacionarias.

GRÁFICO 5 ■ Respuesta a la presión cambiaria en los países emergentes de forma agregada (2017 -2018)



FUENTE: BLOOMBERG Y FMI.

* SE CONSIDERA A LOS 27 PAÍSES EMERGENTES DE LA MUESTRA PONDERADOS POR EL NIVEL DE SU PBI.

** SE CONSIDERA A LOS 27 PAÍSES EMERGENTES DE LA MUESTRA PONDERADOS POR EL NIVEL DE SU PBI. UN AUMENTO (CAÍDA) DEL ÍNDICE IMPLICA UNA APRECIACIÓN (DEPRECIACIÓN) EN LA CANASTA DE MONEDAS EMERGENTES FRENTE AL DÓLAR.

(iv) **Otras medidas** que restrinjan la demanda por dólares (por ejemplo, en casos extremos, control de capitales) o que incrementen la oferta (como, en el caso de Argentina, créditos de organismos multilaterales).

El Gráfico 5 muestra cómo han evolucionado, en términos agregados, las tasas de interés, el tipo de cambio y las reservas internacionales de las economías emergentes durante este período de turbulencia. En el contexto de presiones externas en los mercados emergentes, a partir de marzo, las reservas agregadas han disminuido 1,4 por ciento (y 2,8 por ciento desde el nivel máximo alcanzado en enero de este año), la canasta de monedas se han depreciado 8,4 por ciento respecto al dólar y las tasas de interés de política han subido².

El Cuadro 1 muestra dicha respuesta de política para un grupo de 27 economías emergentes.

Se observa que Argentina y Turquía han tenido simultáneamente las mayores depreciaciones de sus monedas, disminución en sus reservas internacionales y alzas en las tasas de interés. Dicho resultado es consistente, como se verá más adelante, con sus elevados requerimientos financieros en moneda extranjera.

Respecto al tipo de cambio, la gran mayoría de países emergentes en la muestra mostraron una depreciación a excepción México³. Respecto a las reservas internacionales, dos tercios de los países registraron una reducción durante 2018; en el caso de varios países, incluyendo Perú, la disminución estuvo precedida de una acumulación preventiva durante 2017, cuando se registró una entrada de capitales a las economías emergentes.

Respecto a las tasas de interés, a partir de marzo de este año, ningún Banco Central de los países incluidos en la muestra ha reducido su tasa de

CUADRO 1 ■ Respuesta de política de economías emergentes

Grado crédito soberano	Países emergentes	Rating Moody's	Tipo de cambio Var. 2018 (%)	RIN Var. 2018 (%)	Tasa de referencia Var. 2018 (pbs)	
Sin grado de inversión	Argentina*	B2	-48,9	-39,0	4 413	
	Turquía	Ba3	-33,1	-21,1	1 600	
	Pakistán	B3	-16,6	-22,2	275	
	Rusia	Ba1	-11,6	6,1	-25	
	Brasil	Ba2	-10,1	1,6	-50	
	Guatemala	Ba1	-5,3	5,4	-	
	Serbia	Ba3	-4,6	9,3	-50	
	Costa Rica	Ba2	-4,5	-0,3	25	
	Ucrania	Caa2	-0,2	-11,5	350	
	Líbano	B3	0,2	3,8	-	
Con grado de inversión	Nivel mínimo de grado inversión	Sudáfrica	Baa3	-13,7	-1,6	-25
		India	Baa2	-13,2	-3,6	50
		Uruguay	Baa2	-12,5	-2,3	-
		Indonesia	Baa2	-10,7	-11,8	150
		Hungría	Baa3	-8,0	-1,9	-
		Filipinas	Baa2	-7,3	-8,1	150
		Bulgaria	Baa2	-4,4	-2,3	-
		Rumania	Baa3	-4,4	-9,3	75
		Colombia	Baa2	-3,2	0,1	-50
		Tailandia	Baa1	-0,7	0,3	-
	Otros niveles de grado de inversión	Chile	A1	-9,9	-4,7	25
		Polonia	A2	-6,9	-0,4	-
		China	A1	-6,3	-1,8	-
		Perú	A3	-2,8	-6,6	-50
		Malasia	A3	-2,7	0,4	25
		Arabia Saudita	A1	-0,1	2,7	75
		México	A3	1,4	0,5	50

FUENTE: BLOOMBERG, MOODY'S Y BANCOS CENTRALES. ACTUALIZADO AL 23 DE OCTUBRE DEL 2018.

*PARA EL 2018 SE EXCLUYE DE LAS RIN LOS USD 15 MIL MILLONES RECIBIDOS DEL *STAND BY AGREEMENT* CON EL FMI. POR OTRO LADO, DESDE EL CAMBIO DE MARCO DE POLÍTICA MONETARIA, SE CONSIDERA PARA EL CÁLCULO A LA TASA DE LAS LETRAS DE LIQUIDEZ DEL BCRA (INSTRUMENTO DE POLÍTICA) DE 72,9% EN LUGAR DE TASA DE POLÍTICA QUE SE SITÚA EN 60% HASTA AL MENOS DICIEMBRE DE 2018.

² Las tasas de interés y el tipo de cambio de las economías emergentes se agregaron considerando el PBI de cada país como los pesos. Los datos corresponden a fines de setiembre (y, en el caso de Perú, a inicios de octubre).

³ El peso mexicano se vio favorecido por el nuevo acuerdo con EUA y Canadá (USMCA), el incremento del precio del crudo y la culminación del proceso electoral.

CUADRO 2 ■ Economías Emergentes: Indicadores de vulnerabilidad

	Brasil	Colombia	México	Argentina	Sudáfrica	India	Turquía	Indonesia	Perú
Cuenta Corriente (% PBI), 2018**	-0,1	-3,1	-1,4	-5,0	-3,7	-2,4	-6,2	-2,1	1,6
Deuda Externa CP + Vencimientos	44,0	89,6	52,9	135,9	96,9	64,9	228,2	51,3	22,1
Deuda Ext, LP + Depósitos (1 año)									
No Residentes (% de RIN), 2018**									
Deuda Ext, de corto plazo (% Deuda Ext.), 2018**	9	14	14	25	21	15	25	15	11
Deuda Externa (% PBI), 2018**	32	40	39	41	48	23	57	35	34
Déficit Fiscal (% PBI), 2018**	-7,0	-1,7	-2,5	-4,9	-4,1	-3,3	-2,0	-2,6	-2,8
Deuda Pública Bruta (% PBI), 2018**	87,3	49,3	53,5	54,1	54,9	68,9	27,8	29,6	25,7
Tenencia de extranjeros en deuda local del gobierno*	12%	27%	33%	nd	41%	4%	19%	40%	42%
IPC (%)*	4,2	3,1	4,9	34,4	5,1	3,7	17,9	3,2	1,1
Elecciones Parlamentarias o Presidenciales	Oct.-2018	-;	Jul.-2018	Oct.-2019	Ago.-2019	May.-2019	-;	-;	-;

*INFORMACIÓN DISPONIBLE (EN ALGUNOS CASOS A DICIEMBRE DE 2017 Y EN OTROS A JULIO O AGOSTO DE 2018).

**PROYECCIÓN: MOODY'S, IIF, FMI Y BCRP (PERÚ).

FUENTE: BCRP, REPORTE DE INFLACIÓN (SETIEMBRE 2018).

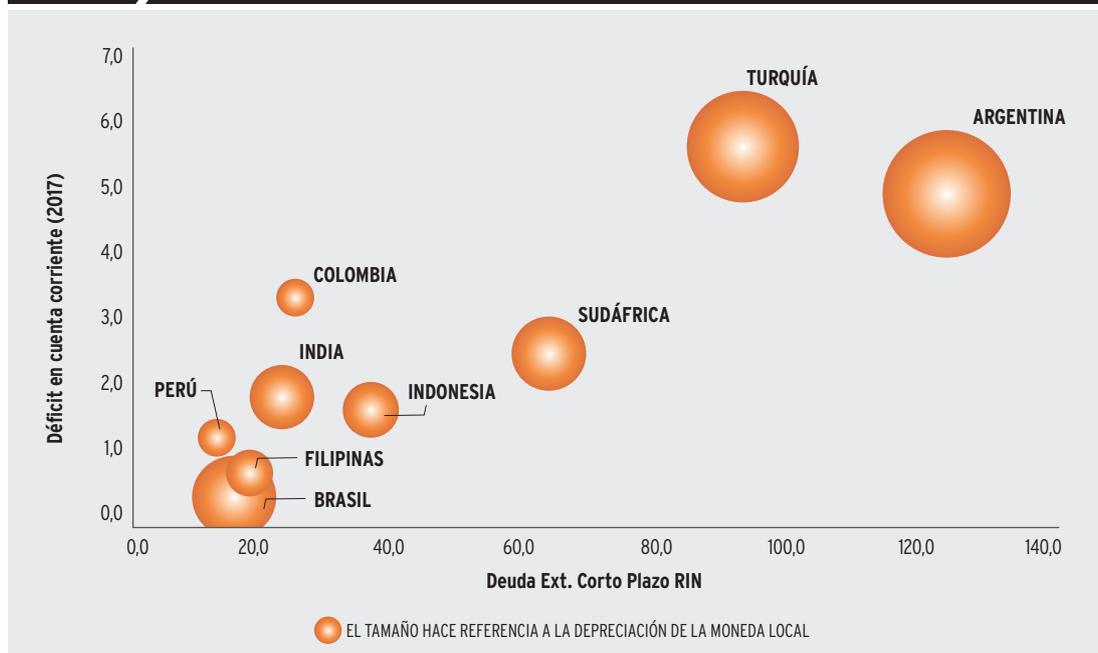
interés. Previo a ello, entre enero de 2017 y febrero de 2018, varios bancos centrales –Rumania, India, Sudáfrica, Indonesia, Chile, Perú, Rusia, Colombia y Brasil– las redujeron en un contexto de inflación a la baja o de un crecimiento por debajo del potencial.

¿QUÉ INFLUYE EN LA RESPUESTA DE POLÍTICA?

La magnitud de la respuesta de política depende de -y, a la vez, refleja- la magnitud de la presión cambiaria⁴. Esta, a su vez, está relacionada con la dependencia del financiamiento externo que tenga

“ La magnitud de la respuesta de política refleja la magnitud de la presión cambiaria. ”

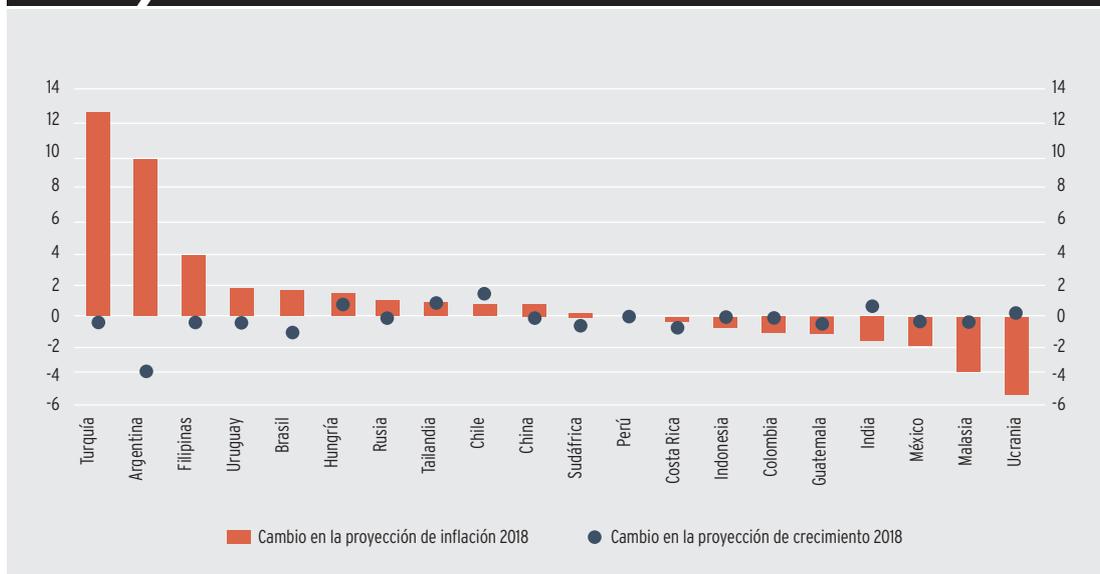
GRAFICO 6 ■ Déficit en cuenta corriente y deuda externa de corto plazo (2017) vs. tasa de depreciación (2018)



FUENTE: REUTERS, INDEXMUNDI Y TRADING ECONOMICS

⁴ Precisamente algunos indicadores de presión cambiaria se estiman a partir de la respuesta conjunta de política a través de los tres mecanismos descritos: alza de tasas, depreciación y disminución de reservas. Véase, por ejemplo, Aizenman y Binici (2015), *Exchange Market Pressure in OECD and Emerging Economies: domestic vs. external factors and capital flows in the old and the new normal*. NBER Working Paper No. 21662.

GRAFICO 7 ■ Proyección de inflación y crecimiento 2018
(Cambio entre diciembre 2017 y setiembre 2018)



FUENTE: MEDIANA DE PROYECCIONES DE BLOOMBERG.

esta economía. La mayor dependencia se da en economías que registran elevados déficit en su cuenta corriente, fuerte endeudamiento externo del sector público o privado (en particular de corto plazo), bajo nivel de reservas internacionales o una combinación de estas (y otras) variables. También han sido afectadas aquellas economías donde los bancos centrales mostraron un compromiso laxo respecto a sus metas de inflación y evitaron inicialmente subir tasas a pesar de las significativas presiones al alza en la inflación. El Cuadro 2 muestra algunos indicadores de vulnerabilidad externa presentados en el último reporte de inflación⁵, para el caso de algunas economías emergentes.

El Gráfico 6, por ejemplo, muestra que aquellos países con mayor déficit en su cuenta corriente y mayor endeudamiento de corto plazo han presentado una mayor depreciación de la moneda doméstica (la magnitud de la depreciación se mide por el tamaño de la circunferencia); una relación similar se encuentra para el caso de las tasas de interés.

EL IMPACTO DEL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

Como se ha señalado, las economías con mayor vulnerabilidad externa han tenido que simultáneamente realizar una elevación de tasas y enfrentar una depreciación de sus monedas. Este aumento tiene un impacto negativo sobre la demanda, en particular en aquellas economías que vienen creciendo por debajo de su tasa potencial. La depreciación de la moneda tiene impacto sobre la inflación y, potencialmente, sobre las expectativas inflacionarias. Asimismo, en economías

“ Las economías con mayor vulnerabilidad externa han tenido que simultáneamente realizar una elevación de tasas y enfrentar una depreciación de sus monedas. ”

con dolarización del crédito, la depreciación tiene impactos negativos sobre la demanda a través del “efecto hoja de balance”.

Asimismo, en este contexto de menor demanda por títulos soberanos de economías emergentes, las condiciones de acceso a los mercados financieros para los gobiernos se deterioran y limitan la respuesta de política fiscal, en particular en las economías emergentes con altos niveles de deuda pública (en relación a su producto).

El Gráfico 7 muestra cómo se han modificado las proyecciones de inflación y crecimiento para 2018. Las economías con la mayor tasa de depreciación (Argentina y Turquía) presentan la mayor revisión al alza en la inflación. Asimismo, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de algunas economías, en particular aquellas que han elevado tasas o que mantienen una política monetaria restrictiva (destaca en esta revisión el caso de Argentina).

⁵ Ver Recuadro 2 *El Papel de los fundamentos macroeconómicos y las vulnerabilidades ante períodos de incertidumbre en economías emergentes* en BCRP, Reporte de Inflación (setiembre 2018).