

# Los efectos colaterales de las políticas económicas de los países desarrollados en las ECONOMÍAS EMERGENTES

MARCO VEGA\*

Entre el 21 y 22 de noviembre de 2013, el BCRP co-organizó la primera conferencia regional titulada “Manejando *Spillovers* de Política en Economías Desarrolladas, Flujos de Capitales y Retos de Política para las Economías Emergentes”, en el marco del Programa de Asistencia Bilateral y Construcción de Capacidades de Bancos Centrales (BCC por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> El BCC es un programa administrado por el Instituto Universitario de Altos Estudios Internacionales y Desarrollo de la Universidad de Ginebra (GIIDS por sus siglas en inglés). El programa pertenece a la Secretaría de Estado de Suiza para Asuntos Económicos (SECO) y tiene por objeto apoyar a un selecto grupo de bancos centrales de economías emergentes para contribuir a sostener y elevar la calidad de la conducción de la política monetaria.

\* Subgerente de Investigación Económica del BCRP.

La política monetaria expansiva de los países desarrollados para hacer frente a la recesión causada por la crisis financiera internacional de 2008-2009, ha estado ligada a tasas de interés internacionales muy bajas, a una expansión sin precedentes de la liquidez internacional denominada en dólares americanos y a una elevación sustancial en las cotizaciones de *commodities* alimenticios y minerales. Estos efectos de primera vuelta, a su vez, implican que los países emergentes hayan tenido fuertes entradas de capitales, presiones apreciatorias sobre sus monedas, auges de actividad económica e inflación, que han sido enfrentados con políticas de contracción monetaria.

Por otro lado, una reversión de estas políticas en EE.UU. y Europa hacia una posición más neutral o restrictiva tendrá los efectos opuestos; vale decir, una reducción o reversión de los flujos de capitales, presiones depreciatorias sobre las monedas, así como impactos sobre la actividad económica y los precios.

Estos efectos colaterales constituyen un desafío para las autoridades de política económica en los países emergentes que tienen que diseñar y manejar sus instrumentos de política de la manera más óptima posible, dadas las restricciones propias que cada país tiene.

Para dar más luz a esta discusión de políticas económicas, en un entorno de integración financiera y real cada vez más profundas entre economías desarrolladas y emergentes, se invitó a cinco expertos internacionales para que dieran

charlas académicas con una visión de política económica sobre el tema: Jonathan Ostry del Fondo Monetario Internacional (FMI), Marcel Fratzscher del Instituto Alemán para la Investigación Económica (DIW), Gianluca Benigno de la London School of Economics (LSE), Joshua Aizenman de la Universidad de Southern California y Liliana Rojas-Suárez del Centro para el Desarrollo Global con sede en Washington D.C.

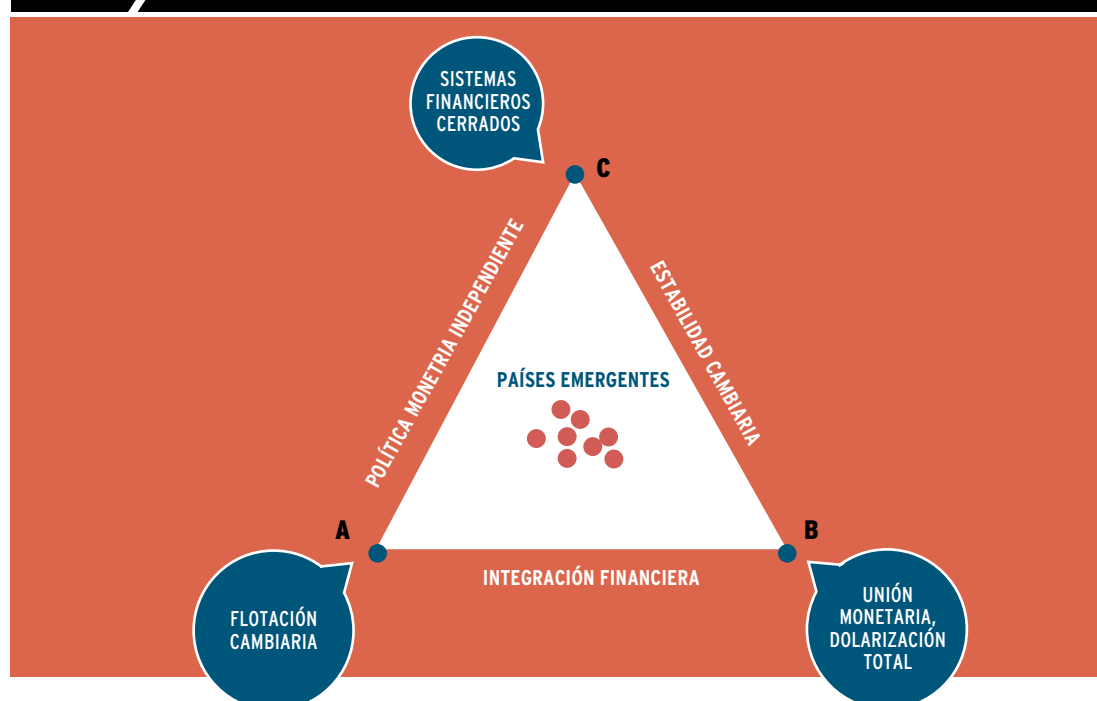
Además, la conferencia contó con un panel de autoridades de política económica que tuvo como invitados al presidente del Banco Central de Chile, Rodrigo Vergara y a Juan Pablo Zárate, co-director del Banco de la República de Colombia. El presidente del BCRP, Julio Velarde, participó también en este debate.

Asimismo, la conferencia contó con seis trabajos seleccionados enviados desde centros académicos, bancos centrales y organismos internacionales que fueron expuestos y discutidos por los comentaristas invitados.

### EL DEBATE DE POLÍTICA ECONÓMICA

En primer lugar, Joshua Aizenman nota que durante los 90's, las crisis que afectaron repetitivamente a los países emergentes condujeron a un proceso de aprendizaje natural de sus autoridades de política. Esto llevó a que los países emergentes se movieran hacia un punto medio interior del triángulo que representa la "trinidad imposible" de política, como se muestra en el Gráfico 1. En la tradición de esta teoría, una economía abierta cualquiera sólo podía

**GRÁFICO 1** ■ El triángulo que representa las opciones de política en un país emergente



ubicarse en uno de los vértices del triángulo el cual, a su vez, implicaba acceder sólo a dos posibles opciones (lados). Por ejemplo, si se escoge el vértice A, se puede tener una política monetaria independiente y permitir que los capitales fluyan libremente a través del país, pero no se puede tener un tipo de cambio fijo (lado opuesto). En la práctica, como dice Aizenman, las economías emergentes se han movido hacia el centro del triángulo donde hay mayor integración financiera, flexibilidad cambiaria controlada y política monetaria proactiva.

Otra tendencia puntualizada por Aizenman es que los países emergentes adicionaron la estabilidad financiera como una meta deseable (influenciados por las lecciones de las crisis financieras vividas) y buscaron auto-asegurarse ante este tipo de eventos a través de la acumulación de reservas internacionales. De esta manera, adoptaron un enfoque en línea con la teoría de las finanzas públicas<sup>2</sup> para lidiar con la cada vez mayor integración financiera. Es por ello que, cuando llegó la crisis financiera internacional de 2008-2009, los países emergentes hicieron frente a las presiones cambiarias utilizando masivamente sus reservas internacionales y permitiendo una depreciación plausible de sus monedas. Esta vez, las economías emergentes fueron más resistentes.

Todo lo anterior probó, además, que los esquemas de metas de inflación convencionales no son suficientes para lidiar con los desafíos que tienen que enfrentar los bancos centrales en una era de inestabilidad financiera y exposición a riesgos poco probables; pero que si ocurren, tienen impactos catastróficos. En este sentido, es preciso recalcar que el BCRP utiliza un enfoque de metas de inflación adicionado con el control de riesgos financieros (Armas & Grippa, 2005).

Asimismo, Aizenman habló de posibles alternativas viables a la acumulación de reservas, en particular el uso de las líneas *swap* ofrecidas por países grandes y el papel de los fondos soberanos de riqueza como alternativa para acumular activos de manera diversificada. Sin embargo, también mencionó que estas alternativas pueden tener problemas en su uso. Las líneas *swap* tienen por lo general corta duración y están limitadas por consideraciones de riesgo moral y efectos estigma. Por otro lado, el valor de los fondos soberanos puede colapsar en una crisis financiera debido a que, en estas circunstancias, los precios de los activos pasan a tener una correlación positiva (la mayoría de activos del fondo soberano pierde valor a la vez) con lo cual se pierde liquidez precisamente en momentos en que se la necesita más.

---



## La discusión de políticas económicas se da en un entorno de integración financiera y real cada vez más profundas entre economías desarrolladas y emergentes



---

Aizenman concluye que, la reciente crisis financiera internacional validó la lógica de la acumulación de reservas internacionales y los esquemas regulatorios propiciados por las economías emergentes. Dadas las alternativas existentes, es plausible pensar que dicha lógica es Pareto eficiente en un sentido restringido.

Cuando se habla de efectos colaterales de las políticas en el mundo desarrollado sobre los países emergentes, la causalidad se da siempre por sentada. Precisamente, Marcel Fratzcher (DIW) realizó una serie de estudios donde se provee evidencia empírica de que la política de expansión cuantitativa de EE.UU. es fuertemente pro-cíclica en los flujos de capitales hacia economías emergentes, pero es contra-cíclica para EE.UU. y otros países avanzados. En su intervención, Fratzcher analiza las opciones de política existentes en estos países emergentes para encarar estos efectos colaterales de la expansión cuantitativa en el norte: bajar las tasas de interés para desincentivar la entrada de capitales y las presiones apreciatorias hubiera generado efectos inflacionarios mayores y alimentado burbujas de precios de activos. Mantener políticas fiscales duras siempre tiene costos políticos altos y podrían mellar las perspectivas de crecimiento económico de largo plazo. Dejar que las monedas locales se apreciaran demasiado pudo haber generado más distorsiones en los precios relativos. Acumular reservas internacionales siempre conlleva costos crecientes, mientras que impulsar la salida de capitales tiene impactos limitados. En este entorno, el tipo de política que tuvo más libertad de acción es la macroprudencial, en particular la adopción de controles de capitales o medidas similares.

---

<sup>2</sup> Es el campo de la economía que trata sobre cómo un gobierno genera ingresos o acumula recursos para luego utilizarlos y cómo este uso de recursos afecta a la economía.

Una interpretación de los puntos señalados por Fratzcher es que la adopción de políticas macroprudenciales está en función del espacio de posibilidades, esto es, de las opciones de política disponibles dadas las restricciones existentes. Según esta visión, la racionalidad teórica de las políticas macroprudenciales queda más bien en un segundo plano.

Gianluca Benigno se concentró en racionalizar por qué los países adoptan controles de capitales. Benigno resumió la respuesta en la caracterización de cuatro miedos sugeridos por Magud, Reinhart y Rogoff (2011): i) miedo a la apreciación, ii) miedo a los flujos volátiles ya que las reversiones son dañinas, iii) miedo a los grandes flujos porque inducen burbujas y iv) miedo a perder la independencia de la política monetaria (asociado a la “trinidad imposible”).

Benigno se enfocó sobre los esfuerzos en la teoría para racionalizar la existencia de los controles de capitales. Por ejemplo, se puede entender los controles de capitales como una manera de restringir las externalidades pecuniarias que surgen cuando hay restricciones financieras o para eliminar las distorsiones que generan en las economías domésticas. Por ejemplo, una excesiva apreciación de la moneda favorece más la asignación de recursos hacia el sector no transable de la economía (ej. servicios o construcción) en detrimento del sector transable, más allá de lo eficiente en términos de economía del bienestar. En este sentido, la aplicación de una política macroprudencial, como los controles de capitales u otros, puede ayudar a las autoridades a acercarse a un punto más eficiente.

De otro lado, cuando los países (principalmente las grandes economías) ejecutan sus acciones de política monetaria o macroprudencial, éstas tienen efectos colaterales en otros países. La existencia de estas externalidades hace que las acciones de política económica que finalmente toman los países sean ineficientes desde el punto de vista global. Se lograría un resultado mejor si las políticas se coordinaran.

Jonathan Ostry (FMI) se centró en la propuesta de cómo hacer viable la coordinación de políticas económicas a nivel global en el entorno actual. Lamentablemente, esta coordinación de políticas entre países es siempre difícil de implementar. Sólo cuando la economía mundial ha estado a un paso del colapso es que se han visto esfuerzos de facto por coordinar políticas.

Ante esta dificultad en la coordinación, Ostry propone la existencia de un evaluador multilateral neutral que tienda puentes entre

las diferentes visiones que tienen las autoridades de política multilaterales y proponga estrategias y análisis costo-beneficio hacia las partes. Sugiere Ostry que este evaluador neutral podría ser el FMI.

Finalmente, para Liliana Rojas-Suárez, en esta nueva realidad mundial de flujos de capitales volátiles, los países emergentes encaran hoy en día dos tipos de retos. El primero tiene que ver con el corto plazo y se plasma en cómo los países emergentes pueden hacer frente a las salidas de capitales en épocas de crisis. Según Rojas-Suárez, los países emergentes, a lo largo de estos años han mejorado en lidiar con estas salidas de capitales y por tanto es improbable que, ante una futura ola de salidas de capitales en el mundo emergente, ocurra una crisis financiera generalizada. Sin embargo, sí es probable que en cada país se observen distintos grados de daño. La resiliencia de cada país dependerá de la capacidad que tengan para absorber los altos costos financieros asociados a dichas salidas y de la habilidad que puedan tener sus autoridades de política para implementar acciones contra-cíclicas lo suficientemente oportunas.

El segundo problema que señala Liliana Rojas-Suárez sí es más grave porque atañe a un carácter más estructural y que, si hay remedio, sólo puede analizarse a la luz del largo plazo. Este problema radica en que los países emergentes no tienen la capacidad de emitir activos internacionales líquidos y que fácilmente sean comerciados en los mercados internacionales. Según Rojas-Suárez, hasta ahora los países no han podido emitir activos que mantengan su liquidez en situaciones de crisis. En situaciones de pánico e incertidumbre financiera, los inversionistas extranjeros y locales

**La adopción de políticas macroprudenciales está en función del espacio de posibilidades, de las opciones de política disponibles dadas las restricciones existentes**



EL EMBAJADOR DE SUIZA EN EL PERÚ, HANS RUEDI BORTIS; EL PRESIDENTE DEL BCRP, JULIO VELARDE, Y CÉDRIC TILLE, DEL GRADUATE INSTITUTE GENEVA.

siempre tratan de refugiarse adquiriendo activos líquidos y seguros como los bonos del tesoro americano y saliendo rápidamente de valores denominados en moneda local o en dólares que hayan sido emitidos por gobiernos de países emergentes.

Entonces, la pregunta que pone en el tapete Liliana Rojas-Suárez es crucial. ¿Qué pueden hacer los países para que sus monedas y los activos denominados en sus monedas mantengan siempre su liquidez tanto en los buenos como en los malos tiempos? Sin duda, la respuesta queda en la agenda de los investigadores.

## RESULTADOS EMPÍRICOS Y TEÓRICOS RECIENTES

La conferencia también sirvió para discutir estudios recientes sobre el tema. Un total de seis estudios fueron seleccionados para ser presentados en la conferencia. El objetivo de estas presentaciones fue la discusión de resultados iniciales tanto desde el punto de vista de rigurosidad académica como de su utilidad para las autoridades de política.

Ludovic Gauvin del Banco de Francia presentó un trabajo (Gauvin, McLoughlin, & Reinhardt; 2013) donde se estudia los efectos colaterales de la incertidumbre de política hacia mercados emergentes. En este trabajo, se muestra que un aumento de la incertidumbre de política en EE.UU. reduce los flujos de inversión en acciones, mientras que una mayor incertidumbre en los países de la Unión Europea reduce los flujos de inversión en bonos pero aumenta los flujos de inversión en acciones de las economías emergentes.

Este resultado depende de dos efectos contrapuestos producidos por un aumento en la incertidumbre de política en las economías avanzadas.

Por un lado, una mayor incertidumbre hace menos atractivo invertir en países avanzados y favorece la inversión hacia países emergentes. Por otro lado, una mayor incertidumbre también aumenta la aversión al riesgo de los inversionistas, quienes prefieren una estrategia de *flight to quality* y retiran sus inversiones de países emergentes.

John Burger de la Universidad de Loyola en Maryland, EE.UU. analizó cómo se comportan los inversionistas internacionales en los mercados de bonos locales (Burger, Sengupta, Warnock, & Warnock; 2014). El estudio muestra que los factores globales, como la tasa de interés de los bonos del tesoro americano y la aversión al riesgo, son determinantes importantes de los flujos de portafolio de EE.UU. a los mercados de bonos en moneda local del resto del mundo, especialmente en el caso de países emergentes. Asimismo, se evidencia que no ocurrió una reducción significativa en la tenencia de bonos en moneda local de países emergentes durante la crisis financiera global.

Dentro de los determinantes de los países que presentan una mayor inversión de portafolio en bonos en moneda local, se encuentran los mercados emergentes con fundamentos macroeconómicos sólidos, tales como una balanza positiva de cuenta corriente y una inflación estable. Se muestra que el desarrollo del mercado de bonos en moneda doméstica mejora la estabilidad financiera e incrementa la inversión extranjera en los mercados emergentes.

Mahvash Qureshi expuso un estudio elaborado en el Fondo Monetario Internacional sobre aumentos repentinos y masivos de flujos de capitales (Ghosh, Qureshi, Kim, & Zalduendo; 2014). Este estudio analiza los determinantes de los flujos masivos de capitales sobre i) la probabilidad

de ocurrencia de este episodio y ii) la magnitud de dichos capitales. Se muestra que los factores globales, tales como la aversión al riesgo global y los precios de los *commodities* afectan fuertemente la probabilidad de una entrada masiva de capitales. Sin embargo, la magnitud de dicha entrada depende de factores domésticos como las necesidades de financiamiento, la apertura de la cuenta de capitales y el régimen cambiario.

Ron Alquist del Banco Central de Canadá, presentó un análisis de la hipótesis de liquidación (o venta a descuento) de inversión directa extranjera (IDE) durante las crisis financieras. La hipótesis implica que una crisis de ese tipo puede representar una fuerte salida de inversionistas de portafolio, y a la vez, una entrada simultánea en forma de IDE (Alquist, Mukherjee, & Tesar; 2013). Alquist y sus coautores encuentran que no existe evidencia sistemática sobre esta hipótesis. Las adquisiciones en forma de IDE durante las crisis financieras en países emergentes no se diferencian de las adquisiciones que se realizan en épocas tranquilas.

José María Serena del Banco de España expuso cómo la acumulación de reservas internacionales afecta la vulnerabilidad de los flujos brutos de capitales durante episodios de estrés financiero (Alberola, Erce, & Serena; 2012). Un país con un alto nivel de reservas internacionales, tiene inversionistas que repatrian sus inversiones del exterior durante los periodos de crisis financiera, lo cual mitiga parcialmente el efecto de las salidas de capitales.

Finalmente, Franz Hamann, del Banco de la República de Colombia, presentó un estudio donde se mide el efecto de los controles de capitales temporales a través del uso de un requerimiento de encaje no remunerado sobre la deuda externa y su efecto sobre el bienestar, todo ello en un entorno de exceso de consumo debido a problemas de tentación y auto control (Poveda & Hamann; 2013). El estudio encuentra que la efectividad de esta política de encaje depende del estado de la economía en términos de su endeu-

Sólo cuando la economía mundial ha estado a un paso del colapso es que se han visto esfuerzos de facto por coordinar políticas

damiento agregado. Se observa también que si el nivel de estos controles de capitales es bajo, los efectos en el bienestar son positivos, pero cuando se pasa más allá de un nivel de control, los efectos empiezan a ser negativos.

### CONSIDERACIONES FINALES

En suma, esta conferencia dio importantes luces en el debate de política centrado en los flujos de capitales. Es imprescindible saber qué pasó en el marco de la entrada masiva de capitales post crisis financiera y saber qué y cuán importantes serán los efectos del retiro paulatino del impulso de política monetaria en los EE.UU.

Es importante también remarcar que los flujos de capitales representan oportunidades y desafíos. Oportunidades, porque permiten una mayor acumulación de capital físico y humano que un país necesita para crecer en el largo plazo; desafío, porque los vaivenes en los flujos de capitales están asociados a situaciones de estrés que si no son manejadas adecuadamente por las autoridades de política, se pueden convertir en crisis financieras.

### REFERENCIAS

- Armas, A., & Grippa, F. (2005). Targeting Inflation in a Dollarized Economy: the Peruvian Experience. Documento de Trabajo del BID No. 4423.
- Alberola, E., Erce, A., & Serena J.M. (2012). International Reserves and Gross Capital Flows Dynamics during Financial Stress, Documento de Trabajo del Banco de España, No. 1211.
- Alquist, R., Mukherjee, R., & Tesar, L. (2013). Fire-sale FDI or Business as Usual? Documento de Trabajo, NBER 18837.
- Burger, J., R. Sengupta, F. Warnock, and V. Warnock (2014). International Investors in Local Bond Markets: Indiscriminate Flows or Discriminating Tastes? Manuscrito no publicado. Universidad de Virginia.
- Ghosh, A. R., Qureshi, M. S., Kim, J. I., & Zalduendo, J. (2014). Surges. Journal of International Economics. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2013.12.007>
- Gauvin, L., McLoughlin, C., & Reinhardt, D. (2013). Policy Uncertainty Spillovers to Emerging Markets-Evidence from Capital Flows. Documento de Trabajo del Banco de Francia, No. 435.
- Magud, N. E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). Capital Controls: Myth and Reality-a Portfolio Balance Approach. Documento de trabajo NBER 16805.
- Poveda, D. & Hamann, F. (2013). Una evaluación de la efectividad y el impacto en el bienestar de los controles de capital en Colombia. Documento CEDE No. 49.