



**Intervención del Gerente General del Banco de la República, José Darío Uribe E., en la
XCV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del CEMLA en la sesión
“Normalización de la Política Monetaria en las Economías Industrializadas y Posibles
Efectos sobre la Región Latinoamericana y del Caribe”**

Washington., 15 de Mayo de 2013

**¿Qué efectos tendría en las economías latinoamericanas una normalización de la política
monetaria en los Estados Unidos?**

I. Introducción

- Recientemente se han planteado preguntas sobre los efectos que un ajuste de la política monetaria expansiva en los países desarrollados puede tener en las economías emergentes y qué pueden hacer estas últimas para absorber dicho cambio sin mayores traumatismos. En estas notas quiero enfocar estas preguntas en los países de América Latina y en el caso más probable y cercano de un desmonte de la política monetaria expansiva en los EEUU.
- En el pasado, ajustes de política monetaria en los EEUU han generado crisis en varios países de la región. Hoy, sin embargo, soy optimista sobre la capacidad de muchos de ellos de enfrentar este cambio sin grandes perturbaciones macroeconómicas o financieras. Las razones de mi optimismo tienen que ver con el contexto en el cual ocurriría el ajuste de política monetaria en los EEUU y con los mejores marcos de política que varios países de la región han adoptado.
- En los años ochenta el endurecimiento de la política monetaria en los EEUU se originó en un empeño por reducir la inflación en ese país, por lo cual generó una fuerte recesión y un desplome de los precios de los bienes básicos. Para la región esto representó un choque negativo simultáneo sobre la demanda y el financiamiento externos. En los países exportadores de bienes básicos también incluyó una severa reducción de los términos de intercambio. No solo fue el choque particularmente adverso, sino que llegó a una región que presentaba altos índices de endeudamiento público y externo. Los resultados son tristemente recordados por todos nosotros.
- En los años noventa, el alza de las tasas de interés de los EEUU fue rápido y posteriormente, la “parada súbita” implicó una reducción abrupta del financiamiento externo neto para la región. Estos choques encontraron a algunos países de América Latina con excesos crediticios, altos déficit externos y fuertes descalces de moneda y

plazo en los sectores público y privado. Las consecuencias, nuevamente, fueron traumáticas para varias de nuestras economías.

- En contraste, hoy la actividad económica en los países avanzados es débil por cuenta de profundas crisis financieras y fiscales. Esto implica que el recorte de la amplia liquidez mundial será gradual en el escenario más probable y se originará en un repunte del crecimiento en dichas economías. En este contexto el ajuste de la política monetaria de los EEUU no conllevará un choque tan fuerte para nuestros países como en el pasado. Además, los marcos de política de muchos países de la región se han robustecido significativamente, aumentando la capacidad de nuestras economías para absorber dicho choque.

II. Marcos de política robustos en América Latina

- Producto de un mejores marcos de política, varios indicadores de la región han mejorado. La inflación promedio de los años ochenta y noventa del 176% y de 109% respectivamente, contrasta con la inflación promedio de 6,85% que se ha observado en lo que va del siglo XXI. Esto no solo desmontó una barrera para el aumento de la inversión y la asignación eficiente de recursos, sino que facilitó la adopción de respuestas contra-cíclicas de política monetaria, en la medida en que las expectativas de inflación se han anclado alrededor de niveles bajos y se ha reducido el traspaso de la tasa de cambio a los precios locales.
- El ahorro nacional, que estuvo en niveles cercanos al 17,0 % del producto interno bruto a mediados de los años ochenta y durante varios años de los noventa, aumentó a niveles cercanos a 22,7% a mediados de la primera década del siglo XXI. Este incremento ha permitido una recuperación de la inversión y el crecimiento de la región apoyada más fuertemente en el ahorro interno. Consecuentemente, déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos superiores al 4% y 5% del PIB registrados a comienzos de los ochenta y finales de los noventa no se han vuelto a observar en varios países y la región completa más de 10 años con déficit inferiores al 2%. Este resultado obedece en parte a términos de intercambio históricamente altos en varias economías, sobre los cuales reina gran incertidumbre. Debemos, por ende, incorporar este riesgo en la evaluación de nuestros marcos de política y, especialmente, en la de la postura de la política fiscal, financiera y de reservas internacionales.
- Estas últimas han presentado un sustancial aumento, elevando la cobertura de la deuda externa. En los años ochenta ésta era del orden del 10% y en los noventa era del 25%; ahora se ubica por encima del 60%. Lo anterior también obedece a una menor dependencia por deuda externa en relación con el producto interno bruto. Las cifras señalan un pico alcanzado a mediados de los años ochenta del 54% hasta tocar en 2008 un mínimo de 21%.
- Para robustecer la capacidad de adelantar una política macroeconómica contra-cíclica es fundamental mantener una posición fiscal sostenible. En algunos países puede ser necesaria una mayor consolidación fiscal. Aunque ha habido avances importantes en la

materia, como lo muestra la disminución de la deuda pública bruta desde un 60% del PIB en 2002 hasta un 47% en 2008, el efecto de la crisis externa obligó a casi todos los países de la región a adelantar políticas fiscales contra-cíclicas. Ello la ha vuelto a situar por encima del 50%.

- En suma, nuestros marcos de política son hoy mucho más robustos que en pasado. La reacción de nuestras economías ante el choque de Lehman es prueba de ello. Si a esto se suma que el ajuste de la política monetaria de la Reserva Federal sería gradual, hay razón para el optimismo sobre nuestra capacidad de afrontar dicho ajuste sin perturbaciones severas. Lo anterior, sin embargo, requiere mantener una actitud vigilante para evitar la conformación de desbalances financieros y macroeconómicos, así como introducir los correctivos necesarios antes de que las condiciones financieras globales dejen de ser tan favorables para la región.

III. Los efectos de un ajuste de la política monetaria en los EEUU

- Como indiqué, la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal sería gradual y vendría como resultado de expectativas de inflación controladas en medio de una recuperación pausada del crecimiento en los EEUU. Por sí misma esa recuperación supone un aumento de la demanda de exportaciones de los países de América Latina y el mundo, una presión alcista sobre los precios de los bienes básicos y un mayor crecimiento de las remesas de trabajadores en los EEUU. Por otro lado, el alza de las tasas de interés en esta economía incidiría negativamente en los flujos de capital hacia las economías emergentes y podría ejercer alguna presión a la baja sobre los precios de los bienes básicos. Independientemente, la expansión de la oferta mundial de energía puede reducir su precio relativo o, al menos, moderar su incremento en un ambiente de mayor demanda mundial.
- Esta combinación de efectos tendrá impactos diferenciados en los países de América Latina, dependiendo de sus características.
- Las economías latinoamericanas son pequeñas y abiertas, en la medida en que no afectan individualmente los precios internacionales de varios bienes, servicios o activos mundiales. Sin embargo, difícilmente pueden caracterizarse como un grupo homogéneo. Existen diferencias importantes respecto a su tamaño, su estructura productiva, su régimen monetario y cambiario, y sus socios comerciales.
- De forma general, pueden distinguirse tres subconjuntos: Las economías centroamericanas y del Caribe, México y las economías suramericanas. Las primeras se caracterizan por su menor tamaño, por ser importadoras netas de bienes básicos (especialmente energía y alimentos), por tener regímenes de tasa de cambio fija, semifija o dolarización y por mantener fuertes lazos comerciales con los EEUU. México se caracteriza también por un fuerte vínculo comercial con la economía de los EEUU, pero es una economía grande para norma de la región y tiene un régimen cambiario flexible. Aunque exporta principalmente manufacturas, es también un exportador neto de energía. Las economías suramericanas son más grandes que sus contrapartes centroamericanas y

del Caribe, son exportadoras netas de bienes básicos, y tienen regímenes cambiarios más flexibles y relaciones comerciales relativamente menos fuertes con los EEUU.

- En el caso de las economías de Centroamérica y el Caribe, la recuperación del crecimiento de los EEUU repercutirá directa y favorablemente en las exportaciones y las remesas de trabajadores. Esto jalonará la demanda agregada y el crecimiento del producto en estos países. Un aumento de los precios de los bienes básicos compensaría este impacto y generará presiones al alza sobre la inflación. En presencia de regímenes de tasa de cambio semifija o dolarización, el alza de las tasas de interés en los EEUU induciría movimientos similares en las tasas de interés de la sub-región. La dirección de este cambio sería compatible con la estabilidad de precios y del gasto agregado en estos países.
- No obstante, las economías centroamericanas y del Caribe son más abiertas que la de EEUU y su posición importadora neta de energía y alimentos es relativamente mayor, por lo cual es probable que la magnitud de los cambios de la tasa de interés en los EEUU no coincida con la magnitud necesaria para alcanzar la estabilización deseada de la inflación o el gasto en estos países. En economías con algún grado de flexibilidad cambiaria, hay algún espacio para acomodar esta diferencia mediante ajustes en la política monetaria local. En otras, este tipo de ajustes requeriría intervenciones cambiarias esterilizadas y en los casos extremos de dolarización se deberá recurrir exclusivamente a instrumentos adicionales, posiblemente relacionados con la política fiscal (v.g. ajustes del balance fiscal y estabilización de los precios internos de los alimentos o la energía).
- Una preocupación adicional tiene que ver con el déficit externo que varias de estas economías exhiben. Aumentos en los ingresos de exportación o remesas pueden ser compensados por mayores precios de los bienes básicos, de modo que el impacto en el tamaño de dicho déficit es incierto. La financiación del mismo se encarecería por cuenta de las mayores tasas de interés mundiales. Adicionalmente, las primas de riesgo país pueden subir si el prolongado período de expansión monetaria en el mundo avanzado las han comprimido más allá de sus valores sostenibles de largo plazo. Sin embargo, en varias economías la financiación externa se concentra en inversión extranjera directa, la cual podría sostenerse e incluso aumentar ante la perspectiva de mayores exportaciones y crecimiento en la región.
- Una disminución de los precios relativos de la energía como resultado del endurecimiento de la política monetaria en EEUU y de la expansión de la oferta mundial moderaría el efecto inflacionario del alza del precio de otros bienes básicos y reforzaría la expansión de la demanda agregada en estos países. Al mismo tiempo, facilitaría la corrección del déficit externo por la vía de mejores términos de intercambio.
- Si bien se espera que ajuste de las tasas de interés en los EEUU sea gradual, los sistemas financieros de las economías de la región pueden enfrentar alguna tensión en la medida en que el financiamiento externo e interno se encarezcan. La calidad de algunos créditos otorgados en presencia de tasas de interés muy bajas puede deteriorarse en las nuevas circunstancias. Esto será problemático dependiendo del nivel de apalancamiento de

firmas y hogares, y su interacción con los precios de los activos. En este sentido, es importante actuar preventivamente para contener excesos crediticios y laxitud injustificada en los estándares de préstamo desde ahora. El uso de políticas macroprudenciales es una alternativa que puede ser evaluada, especialmente en aquellos países con menor autonomía monetaria.

- De igual forma, el aumento del costo del financiamiento interno y externo puede tener efectos adversos sobre las finanzas públicas de aquellos países altamente endeudados. En los casos más serios, la corrección de las primas de riesgo puede ser abrupta si la sostenibilidad misma de la deuda se pone en tela de juicio. En estos casos los efectos contractivos del ajuste de la política monetaria en EEUU pueden dominar. En situaciones extremas, las expectativas de depreciación pueden complicar el funcionamiento mismo de los regímenes cambiarios. En este sentido, es conveniente introducir ajustes fiscales estructurales donde sean necesarios antes de que se presente el encarecimiento del financiamiento externo y cuando aún los mercados proveen un margen de acción.
- Como a Centroamérica y el Caribe, la recuperación del crecimiento en los EEUU favorece directamente a México por los canales de la demanda de exportaciones y las remesas de trabajadores, todo lo cual impulsa la demanda agregada y el crecimiento del producto. Dado el régimen cambiario flexible prevaleciente y el alto grado de apertura de la cuenta de capitales, las mayores tasas de interés en los EEUU inducirían salidas de capital y, posiblemente, una depreciación de la moneda. Eventualmente, estos impactos podrían requerir una respuesta del Banco Central en el sentido de un aumento de tasas de interés, una vez se cierre la brecha de producto y se generen presiones inflacionarias de demanda o por la depreciación de la moneda. Aumentos de los precios de los bienes básicos podrían también generar presiones inflacionarias de oferta (v.g. alimentos). Si los precios mundiales de la energía se redujeran por los motivos anotados atrás, estas presiones se moderarían, aunque al mismo tiempo se reducirían los ingresos por exportaciones de este bien.
- Se aprecia entonces que la respuesta cualitativa del gasto, los precios y las tasas de interés ante la normalización de la política monetaria en los EEUU es similar en México y en Centroamérica y el Caribe. Hay, sin embargo, diferencias importantes. Para empezar, el mayor tamaño y complejidad de la economía mexicana implican que los efectos descritos de la depreciación y los precios internacionales de los bienes básicos sobre los precios internos sean menores en relación con los que probablemente se registrarían en Centroamérica y el Caribe. Esto significa que la respuesta de la política monetaria ante estos impactos puede ser pausada. Asimismo, la presencia de un régimen de tasa de cambio flexible y una estrategia de inflación objetivo permiten a las autoridades calibrar la política monetaria para estabilizar los precios y el componente cíclico del producto. En el caso de las economías centroamericanas y del Caribe, los regímenes cambiarios fijos o semifijos solo permiten una calibración tan fina de la política monetaria con intervención cambiaria esterilizada. Esta intervención enfrenta límites de naturaleza cuasi-fiscal o por la existencia de un monto finito de reservas internacionales. El mayor control de la política monetaria permite también que en México la amplia oferta de liquidez internacional no se traduzca tan fácil ni automáticamente en una expansión del crédito doméstico.

- Para las economías suramericanas la recuperación del crecimiento en los EEUU tiene efectos posiblemente menores e indirectos sobre su demanda agregada, por la vía del impulso a la demanda mundial y los precios internacionales de los bienes básicos. El alza de las tasas de interés de corto y largo plazo en los EEUU y la posible corrección en las primas de riesgo (si estas estuviesen hoy excesivamente comprimidas), induciría salidas de capitales y una depreciación de las monedas. Este impacto, sin embargo, sería moderado en vista de la gradualidad del ajuste en los EEUU y de que en varios países el grueso de las entradas netas de capital corresponde a los flujos más estables de IED.
- Una reducción de los precios internacionales del petróleo introduciría alguna variación interesante en la sub-región. Los países exportadores netos de energía experimentarían una disminución de sus términos de intercambio y de la IED, lo cual acentuaría la depreciación y moderaría el efecto expansivo de la mayor demanda mundial sobre las exportaciones. Esto no sucedería en los otros países. De hecho, en aquellos importadores netos de energía habría una mejora de los términos de intercambio con los resultados opuestos.
- Como en México, el régimen cambiario flexible permite a los bancos centrales de varios países de la sub-región calibrar su política monetaria para estabilizar la inflación y el producto. No obstante, la respuesta de la política monetaria en los países suramericanos es menos clara que en las otras sub-regiones. Por un lado, no reciben un impulso directo y fuerte sobre su demanda agregada. Por otro, el efecto de la depreciación y del aumento de los precios internacionales de algunos bienes básicos puede ser moderado, dados el tamaño y la complejidad de sus economías, así como el bajo traspaso de la tasa de cambio a los precios internos. En estas circunstancias, el endurecimiento de las condiciones financieras derivado del alza de las tasas de interés externas y la corrección de las primas de riesgo puede ser más relevante que en México y Centroamérica y el Caribe.
- Esto último cobra relevancia en términos de las acciones de política hoy en día, antes de un ajuste de la política monetaria en los EEUU. La magnitud del impacto de un endurecimiento en las condiciones financieras dependerá de la fragilidad financiera de los bancos, las firmas y los hogares. En este sentido, es importante continuar monitoreando el comportamiento de los precios de los activos y de la finca raíz en particular, así como el apalancamiento del sector privado y sus descalces de moneda y plazo. El relajamiento monetario en Japón y Europa pueden inducir entradas de capitales y cambios en los precios de los activos que eleven la vulnerabilidad financiera de las nuestras economías.
- De forma similar, conviene llevar a cabo la corrección de las debilidades fiscales estructurales donde se requiere en el presente contexto de amplia liquidez global. Esto no solo les permite a los países enfrentar mejor el alza de tasas de interés en los EEUU, sino que minimiza la probabilidad de forzar ajustes traumáticos en condiciones menos favorables de los mercados de capitales internacionales.