


Entre la espada y la pared: El dilema de la política monetaria en América Latina

RESUMEN EJECUTIVO

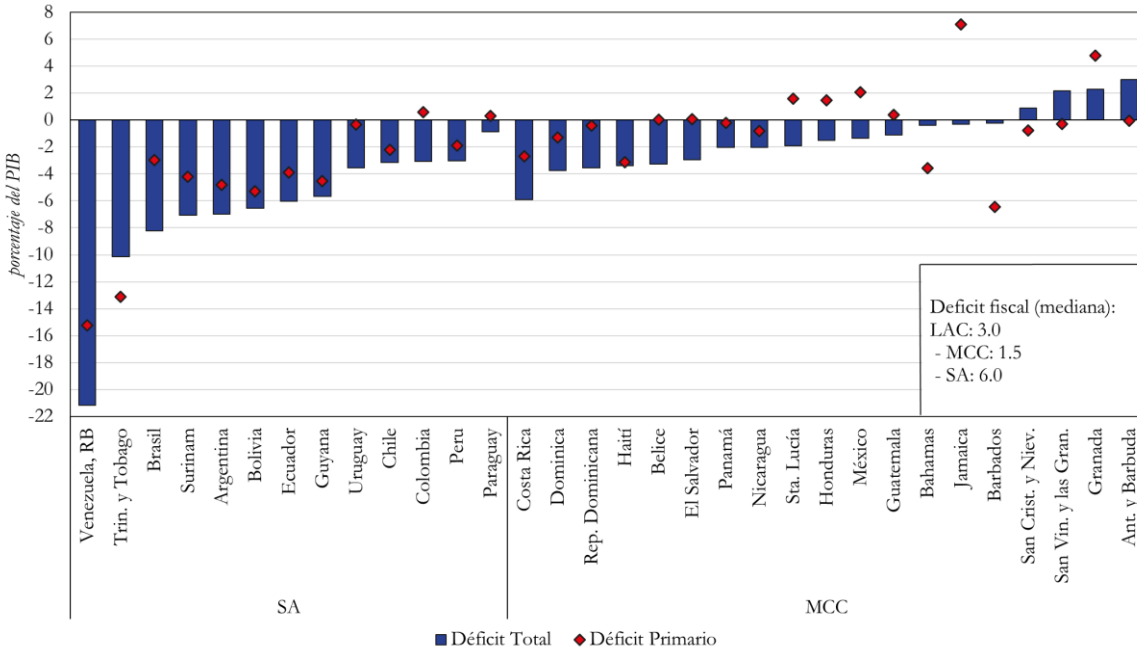
Luego de una desaceleración de seis años (incluyendo una contracción del 1,3 por ciento el año pasado), se espera que la región de Latinoamérica y el Caribe (LAC) retome el crecimiento en 2017, con pronósticos por parte de analistas de mercado de un aumento en el PIB real de 1,2 por ciento en 2017 y 2,3 por ciento en 2018. La reanudación del crecimiento se debe primordialmente a la recuperación de Sudamérica (SA), cuyo pronóstico es de 0,6 por ciento para 2017 y 2,2 para 2018, luego de dos años consecutivos de contracción (el PIB real cayó 1,2 por ciento en 2015 y 2,9 por ciento en 2016). Dentro de SA, la recuperación estará liderada por el despegue argentino, que se espera que crezca 2,8 por ciento en 2017 y 3,0 por ciento en 2018 (luego de una contracción de 2,2 por ciento en 2016) y Brasil, que retomaría la senda del crecimiento, con un 0,7 por ciento en 2017 y 2,3 por ciento en 2018, después de contraerse por dos años consecutivos. En el resto de la región, México continuará creciendo por encima del 2 por ciento (con un incremento esperado en el PIB real de 2,2 por ciento, tanto para 2017 como para 2018), mientras que el crecimiento en América Central y el Caribe se mantendrá justo por debajo del 4 por ciento en 2017 y 2018.

	Tasas anuales de crecimiento del PIB real			
	2015	2016	2017f	2018f
LAC	0.04	-1.3	1.2	2.3
América Central	4.5	3.8	3.9	3.9
Caribe	4.6	4.7	3.8	3.7
México	2.6	2.3	2.2	2.2
Sudamérica	-1.2	-2.9	0.6	2.2
Argentina	2.6	-2.2	2.8	3.0
Brasil	-3.8	-3.6	0.7	2.3

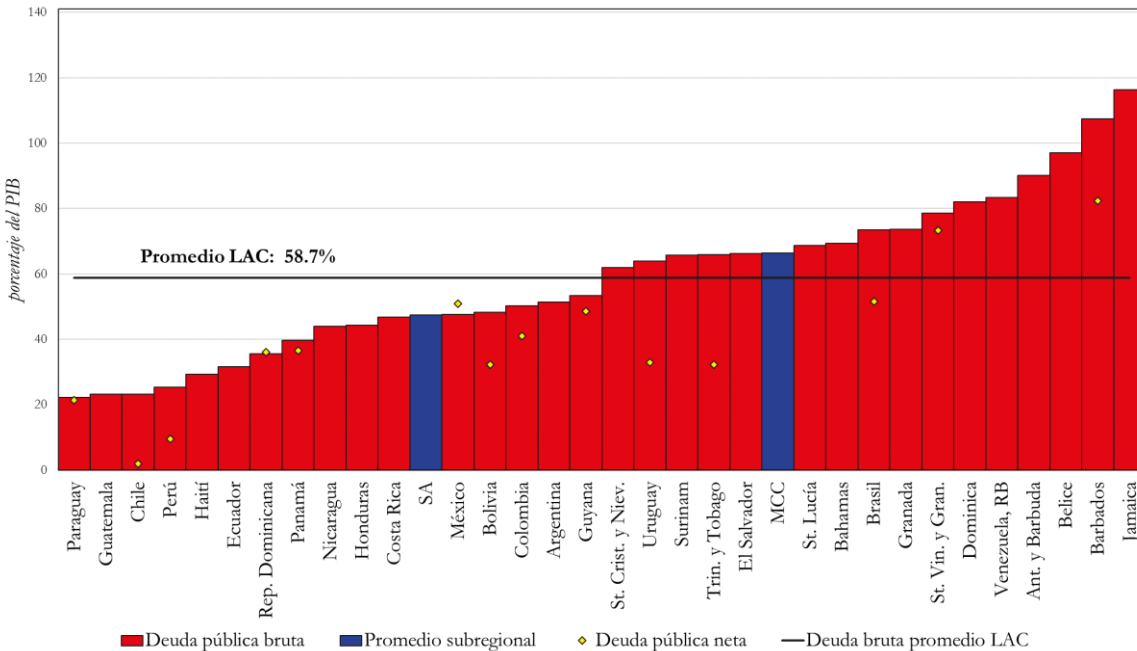



En general, se espera que los factores externos que típicamente han estado asociados al crecimiento de la región (los precios de las manufacturas y el crecimiento de China para SA y el crecimiento de Estados Unidos para México, América Central y el Caribe (MCC)), permanezcan estables, o a lo sumo muestren una leve mejoría. Por otra parte, el incremento gradual en las tasas de interés mundiales, liderado por los aumentos en la Federal Funds Rate y la lenta reversión de los grandes aumentos en la hoja de balance de la Reserva Federal (que datan desde la Crisis Financiera Global), afectarán eventualmente la liquidez global de forma negativa. No obstante, cabría esperar que el entorno internacional permanezca neutral para la región en el futuro próximo – particularmente si las potenciales políticas proteccionistas en Estados Unidos no se materializan, al menos en el grado que se esperaba a principios de este año. Esto implica que, en el corto plazo, la región tendrá que contar con sus propias fuentes de crecimiento; en particular, reformas estructurales en pensiones, mercados de trabajo y educación, y aumentos en el gasto en infraestructura.

Desafortunadamente, las necesidades de la región de aumentar el gasto en capital físico y humano probablemente se vean limitadas por recursos fiscales escasos. De hecho, como se subraya en el Capítulo 1 del informe, una de las principales preocupaciones macroeconómicas de la región proviene de una posición fiscal débil en la mayoría de los países, particularmente de SA. En efecto, 28 de 32 países de la región presentarán en 2017 un déficit fiscal (Figura 1). El déficit mediano en la región es de 3,1 por ciento del PIB, siendo 6,0 y 1,5 los de SA y MCC, respectivamente. Durante el período 2011-2017, el aumento en el déficit fiscal mediano ha sido de 5,1 puntos porcentuales en SA, comparado a un aumento de prácticamente cero para MCC (desafortunadamente, la reciente serie de desastres naturales que han impactado a México y el Caribe no harán más que aumentar las presiones fiscales a raíz de las pérdidas sufridas).




No es sorprendente que la débil situación fiscal haya resultado en un nivel de deuda pública promedio para la región de 58,7 por ciento del PIB, con seis países con ratios de deuda que superan el 80 por ciento del PIB (Figura 2). Esto podría afectar, eventualmente, las calificaciones crediticias de forma negativa, y, por tanto, al costo de endeudamiento de la región, tanto doméstico como externo, en un momento en que las condiciones financieras internacionales podrían restringirse.





Dada la frágil situación fiscal, una fuente de preocupación para el futuro cercano radica en que habrá poco espacio para políticas fiscales contracíclicas, necesarias para estimular el crecimiento y/o apoyar los esfuerzos de reconstrucción. Esto naturalmente tiende a poner más responsabilidad en la política monetaria con fines de macroestabilización. En este contexto, el Capítulo 2 – el núcleo de este reporte – analiza en detalle cómo ha sido conducida la política monetaria en la región y qué potencial tiene para estimular el crecimiento, sin correr el riesgo de retroceder en los logros conseguidos en términos de la lucha contra la inflación. Específicamente, el capítulo se construye alrededor de un dilema crítico en la política monetaria que enfrentan varios países de la región. Considere un país exportador de commodities que sufre un shock negativo a los términos de intercambio (como sucedió con la caída en el precio del petróleo a mediados de 2014). Este shock llevará, entre otras cosas, a una disminución en el PIB real, una caída en la entrada neta de capitales, un aumento en la inflación, y una depreciación de la moneda local. ¿Cómo debería reaccionar la autoridad monetaria? Por un lado, si aumenta la tasa de interés de política monetaria para defender el tipo de cambio y prevenir una aceleración en la inflación, agravará la recesión/desaceleración actual (lo cual podría definirse como una política monetaria procíclica). Por otro lado, si reduce la tasa de política monetaria para estimular la economía (política monetaria contracíclica), se arriesga a una mayor depreciación, la cual podría acelerar la salida de capitales y depreciar aún más la moneda, dado que los agentes económicos se preocuparían por la inestabilidad macroeconómica.


Cabe señalar que este dilema de política monetaria no suele surgir en países industriales ya que suelen ser economías más grandes donde el tipo de cambio juega un rol menor, y más aún, la inflación y el PIB tienden a estar correlacionados en forma positiva. El hecho de que el PIB y la inflación tiendan a caer en forma conjunta en una recesión (como sucedió en los Estados Unidos durante la Crisis Financiera Global, por ejemplo) implica que una reducción de la tasa de política monetaria puede servir al doble propósito de estimular la producción y prevenir la deflación. En contraste, PIB e inflación/depreciación tienden a moverse de forma inversa en economías emergentes. Más aún, el tipo de cambio es una variable clave para cualquier economía pequeña, incluso con depreciaciones moderadas teniendo efectos potenciales perjudiciales a través de



su impacto sobre pasivos denominados en moneda extranjera, traslado a precios y por ende a una inflación más alta, y la pérdida de credibilidad en la estabilidad y sostenibilidad del marco existente de política monetaria. Por estas razones – como se muestra en el Capítulo 2 – los países industriales, casi sin excepción, han llevado a cabo una política monetaria contracíclica (esto es, reduciendo las tasas de política monetaria en tiempos malos) mientras que varios mercados emergentes (EMs) en general, y muchos países de LAC en particular, han conducido una política monetaria procíclica (elevando las tasas de política monetaria en tiempos malos), agravando así la recesión/desaceleración.

¿Cómo pueden resolver los EMs este dilema? La mejor manera sería tener un banco central independiente, niveles bajos de dolarización, y un marco de política monetaria creíble (típicamente construido a lo largo de varios años) lo cual inspire confianza en los mercados y prevenga que una depreciación moderada de la moneda en tiempos malos se convierta en una gran fuente de inestabilidad. Este es el caso de Chile, que típicamente ha llevado a cabo una política monetaria contracíclica tal como lo hacen los países industriales. De hecho, siguiendo estos principios varios países en la región han logrado pasar de una política monetaria procíclica a una política monetaria contracíclica. En particular, el porcentaje de países procíclicos en LAC ha caído de 60 a 42 por ciento antes y después de 2007. En gran parte, no obstante, esto se debe a políticas contracíclicas fuertes – tanto en lo fiscal como en lo monetario – en respuesta a la Crisis Financiera Global de 2008-2009. En otras palabras, el dilema de política monetaria sigue acechando a muchos bancos centrales de la región.

De hecho, este dilema de política monetaria ha tomado recientemente una forma más matizada y dinámica en términos de la respuesta de los bancos centrales al shock negativo. Considérese nuevamente los efectos de una caída en los precios del petróleo de mediados de 2014 en alguna de las economías más grandes de SA. Como se mencionó previamente, esto llevó a una caída en el PIB, a fuertes depreciaciones, y a un despegue de la inflación. En respuesta, países como Brasil restringieron severamente la política monetaria aumentando las tasas de política en un intento (eventualmente) exitoso de estabilizar la moneda local y controlar la inflación. Fue sólo después de que el tipo de cambio se estabilizara (luego de incrementarse en un 82 por ciento entre julio de 2014 y enero de 2016) y que la inflación hubiera comenzado a caer, que el banco central comenzó un ciclo de



expansión monetaria, reduciendo drásticamente la tasa de política monetaria en los últimos 12 meses. Este “ciclo dentro del ciclo” también puede observarse en Colombia, Perú, y Uruguay. En contraste, Chile redujo su tasa de política de forma inmediata ni bien se produjo el shock negativo en los términos de intercambio.

Esta respuesta de política dinámica nos recuerda una vez más que muchos países de LAC aún valoran notablemente la estabilidad monetaria y cambiaria y se preocupan marcadamente ante la potencial inestabilidad que puede causar un shock negativo. Esta preocupación es válida y puede hacer inevitable la prociclicidad de la política monetaria, al menos en las primeras fases de respuesta al shock negativo. Sin embargo, lo ideal sería construir instituciones monetarias fuertes que hagan que este tipo de respuestas sean innecesarias. Alternativamente, varios países han recurrido a un segundo instrumento de política - los requerimientos legales de reservas – como una forma de resolver el dilema de política monetaria. La idea consiste en que, si se eleva la tasa de política monetaria para defender la moneda en tiempos malos, el banco central puede entonces reducir los requerimientos de reservas para estimular la economía. De hecho, varios países de LAC han recurrido cotidianamente al uso de los requerimientos de reservas (tanto en moneda local como en moneda extranjera) como otro instrumento de política monetaria. Finalmente, debe notarse que cierta intervención ocasional en el mercado de cambios también debería ser parte del menú de políticas disponibles. Una intervención temprana en los mercados de cambios para prevenir la depreciación de la moneda puede liberar a la tasa de política monetaria para que pueda ayudar a la economía a recuperarse.